



SECURITISATIE ALS STRATEGISCH INSTRUMENT

De rol van securitisatie in het versterken van commerciële
vastgoedfinanciering bij Nederlandse grootbanken



Amsterdam, 16 oktober 2025
Amsterdam School of Real Estate
Master of Real Estate (MRE)
Auteur: Granit Neziraj
Begeleider: Jantine Schrader
2^e lezer: Martijn Nijland

Voorwoord

Voor u ligt mijn scriptie, geschreven ter afronding van de Master of Real Estate aan de Amsterdam School of Real Estate. Het onderzoek richt zich op de vraag hoe Nederlandse grootbanken, en in het bijzonder Rabobank, securitisatie kunnen inzetten als strategisch instrument om in te spelen op de groeiende vraag naar vastgoedfinanciering en tegelijkertijd te voldoen aan de strengere kapitaaleisen vanuit de Basel-regelgeving en Europese toezichtkaders.

Het schrijven van deze scriptie is voor mij een leerzame en uitdagende periode geweest, waarin ik mijn kennis van bancaire regulering, vastgoedfinanciering en kapitaalmarkten verder heb kunnen verdiepen en verbinden met de praktijk. De complexiteit van het onderwerp waarbij securitisatie niet alleen financiële maar ook juridische, regulatoire en marktgerelateerde dimensies kent maakte dit onderzoek bijzonder waardevol.

Ik wil graag een aantal mensen bedanken voor hun steun tijdens dit traject. Allereerst mijn begeleiders vanuit de opleiding en mijn werkgever Rabobank, die mij hebben voorzien van waardevolle feedback, kritische vragen en inhoudelijke richting. Daarnaast ben ik dank verschuldigd aan mijn collega's, medestudenten en sparringpartners, die met hun inzichten en discussies bijdroegen aan de scherpste van dit onderzoek. Tot slot gaat mijn dank uit naar mijn familie en vrienden, voor hun onvoorwaardelijke steun en begrip gedurende dit intensieve proces.

Ik hoop dat deze scriptie bijdraagt aan een beter begrip van de rol van securitisatie in de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt en dat de aanbevelingen in dit onderzoek Rabobank en andere financiële instellingen kunnen inspireren in hun strategische keuzes.

Amsterdam, 16 oktober 2025

Granit Neziraj

Managementsamenvatting

De Nederlandse vastgoedsector vervult een sleutelrol in de economie en is in hoge mate afhankelijk van een goed functionerende financieringsstructuur. Nederlandse grootbanken zijn hierin de belangrijkste spelers, maar zij worden geconfronteerd met toenemende uitdagingen. Enerzijds blijft de vraag naar commercieel vastgoedfinanciering onverminderd groot, anderzijds leiden strengere kapitaalstandaarden, hogere risicowegingen en interne limieten tot druk op de kredietverlening. Dit spanningsveld roept de vraag op in hoeverre securitisatie kan worden ingezet als instrument om de financieringscapaciteit van banken te waarborgen zonder dat hun risicoprofiel onevenredig toeneemt.

Securitisatie maakt het mogelijk om activa om te zetten in verhandelbare effecten en kredietrisico's te verschuiven naar externe partijen. Daarmee kan balansruimte worden vrijgemaakt en kan additionele kredietverlening worden ondersteund. De toepassing in Nederland blijft echter beperkt, mede als gevolg van de nasleep van de financiële crisis, terughoudendheid bij beleggers en complexiteit in regelgeving. Tegelijkertijd laat de literatuur zien dat securitisatie, mits eenvoudig, transparant en zorgvuldig ingericht, kan bijdragen aan een robuustere en veerkrachtigere bancaire sector.

Deze scriptie onderzoekt op welke wijze Nederlandse grootbanken securitisatie strategisch en praktisch kunnen inzetten om de groeiende vraag naar commercieel vastgoedfinanciering op een efficiënte en toekomstbestendige manier vorm te geven. Het onderzoek is exploratief van aard en combineert een literatuurstudie en marktanalyse met kwalitatieve interviews onder deskundigen uit de bancaire en vastgoedsector. Op deze wijze worden theoretische inzichten gespiegeld aan praktijkervaringen, met als doel een verdiepend en actueel beeld te schetsen van de kansen en belemmeringen.

De analyse toont dat traditionele securitisatie (true sale) in de Nederlandse context beperkt aantrekkelijk is door de hoge kapitaallasten en de beperkte investeerdersbasis. Daarentegen ontwikkelt synthetische securitisatie zich tot een relevant instrument voor kapitaalloptimalisatie, waarmee banken hun kredietcapaciteit kunnen behouden zonder de activa van de balans te verwijderen. De effectiviteit hiervan wordt echter in belangrijke mate bepaald door interne factoren, waaronder datakwaliteit, risicobeheer en de mate van integrale samenwerking binnen banken. Daarnaast blijft een voorspelbaar en proportioneel regelgevend kader cruciaal voor een duurzame toepassing.

De centrale conclusie is dat securitisatie voor Nederlandse grootbanken niet louter een technisch-financieel instrument is, maar een strategisch middel dat, mits zorgvuldig toegepast, kan bijdragen aan een toekomstbestendige kredietverlening in de commerciële vastgoedsector.

Lijst met afkortingen

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
ACCF	Amsterdam Center for Corporate Finance
BIS	Bank for International Settlements
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CET1	Common Equity Tier 1
CLN	Credit Linked Note
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CMU	Capital Markets Union
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
DNB	De Nederlandsche Bank
EAD	Exposure At Default
EBA	European Banking Authority
EBF	European Banking Federation
ECB	European Central Bank
ESA	European Supervisory Authorities
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
G-SIB	Global Systemically Important Banks
HQLA	High-Quality Liquid Assets
IRB	Internal Ratings-Based
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
LCR	Liquidity Coverage Ratio
LGD	Loss Given Default
MBS	Mortgage-Backed Securities
NBFI	Non-Bank Financial Intermediation
PD	Probability of Default
REF	Real Estate Finance
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
RWA	Risk-Weighted Asset
SA	Standardized Approach
SPV	Special Purpose Vehicle
SR	Securitisation Regulation
SRT	Significant Risk Transfer
STS	Simple, Transparent and Standardised
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations
WFT	Wet op het Financieel Toezicht

Inhoudsopgave

Voorwoord	1
Managementsamenvatting	2
Lijst met afkortingen	3
Inhoudsopgave	4
1 Inleiding.....	6
1.1 Aanleiding.....	6
1.2 Probleemstelling.....	6
1.3 Doelstelling	7
1.4 Onderzoeksvraag en subvragen	7
1.5 Wetenschappelijke relevantie	7
1.6 Maatschappelijke relevantie	8
1.7 Onderzoeksmethodiek	9
1.8 Leeswijzer	10
2 Theoretisch kader	11
2.1 Definities en Typen Securitatisatie	11
2.2 Traditionele securitatisatie	12
2.3 Synthetische securitatisatie.....	14
2.4 Economische voordelen, nadelen en motieven in de literatuur	17
2.4.1 Determinanten en motieven voor Securitatisatie	17
2.4.2 Economische voordelen van securitatisatie	17
2.4.3 Motieven in de literatuur	17
2.4.4 Risico's en Nadelen van Securitatisatie.....	19
2.4.5 Samenvatting en deelconclusie	20
3 Regulering en toezichthouders.....	22
3.1 Knelpunten in het Europese securitatisatiekader.....	22
3.2 Basel-akkoorden en hun impact op kapitaaleisen	23
3.2.1 Risk-Weighted Assets (RWA)	26
3.2.2 Standardised Approach (SA)	26
3.2.3 Internal Ratings-Based (IRB) Approach	26
3.3 CRR/CRD.....	27
3.4 Significant Risk Transfer (SRT)	27
3.5 Simple, Transparent and Standardised (STS)	29
3.6 Toezichthoudende instanties	30
4 Onderzoeksmethodologie	32

4.1	Onderzoeksopzet	32
4.2	Dataverzamelingsmethoden	32
4.2.1	Literatuurstudie	32
4.2.2	Kwalitatief onderzoek	32
4.2.3	Data-analyse en-verwerking	33
4.2.4	Validiteit en betrouwbaarheid.....	34
4.2.5	Afbakening en ethische aspecten	34
5	Marktanalyse.....	35
5.1	Commercieel vastgoed markt	35
5.2	Financiers	36
5.3	Securitisatiemarkt Europa	37
5.3.1	Securitisatiemarkt Nederland.....	40
5.4	Securitisatie bij Nederlandse Grootbanken	41
6	Resultaten	44
6.1	Literatuur.....	44
6.2	Empirische bevindingen uit de interviews	45
7	Conclusie	48
8	Aanbevelingen	50
9	Reflectie.....	52
10	Bibliografie	54
11	Bijlagen	59
11.1	Codeboom.....	59
11.2	Interviewvragen.....	59

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

De vastgoedsector is een onmisbare pijler van de Nederlandse economie. Elk domein, van bedrijven en overheden tot particuliere huishoudens, steunt op de beschikbaarheid van gebouwen en grond. Zonder een gezonde vastgoedmarkt stopt het economische verkeer, terwijl de sector zelf een substantiële bijdrage levert aan het bbp. Bankkrediet en beleggerskapitaal voorzien projectontwikkelaars en vastgoedeigenaren van de cashflow die nodig is om bouw- en herontwikkelingsprojecten te starten lang voordat de eerste huuropbrengsten of verkoopopbrengsten binnenkomen. Financiering fungeert daarmee als de smeerolie die de periode tussen grondwerk en oplevering overbruggt (Hilbers & Nijskens). De vraag naar commercieel vastgoedfinanciering in Nederland is de afgelopen jaren onverminderd groot gebleven. Financiële instellingen, vooral banken, kennen soms een concentratie van vastgoed op hun balans (Hilbers, Lei, & Zacho, 2001). De financiële crisis heeft laten zien dat dit in Nederland niet anders is. Tegelijkertijd wordt vanuit de Basel-regelgeving en interne risicobeheersingskaders steeds strenger toegezien op het kapitaalbeslag van grootbanken. Hierdoor ontstaat er een spanningsveld: hoe kunnen banken blijven inspelen op de toenemende financieringsvraag, zonder dat hun balans onevenredig groeit of hun risicoprofiel uit de pas loopt? Wanneer banken financiering terugtrekken uit de markt kan dit sterke negatieve gevolgen hebben. Securitatisatie wordt wereldwijd gezien als een manier om kapitaal vrij te maken en risico's te spreiden. Toch blijft de toepassing binnen de Nederlandse markt, zeker voor commerciële vastgoedfinanciering, relatief beperkt. Met name na de financiële crisis is de markt voor securitisaties sterk gekrompen. In de praktijk heerst terughoudendheid bij zowel banken als investeerders, mede door onzekerheid rond regelgeving, transparantie en mogelijke reputatierisico's. Tegelijkertijd zijn er signalen dat securitatisatie bijdraagt aan een meer veerkrachtige en duurzame kapitaalstructuur, mits goed ontworpen en beheerst. Door securitatisatie kunnen banken hun risico's verschuiven naar partijen buiten de traditionele banksector, wat helpt om risico's breder te spreiden binnen het financiële systeem. In Europa blijft de inzet van dit middel echter nog beperkt (Jour-Schroeder, 2025).

1.2 Probleemstelling

De kern van het probleem zit in de beperkte benutting van securitatisatie als financieringsinstrument voor commercieel vastgoed, ondanks de potentiële voordelen qua risicospreiding en kapitaalefficiëntie. In de wetenschappelijke literatuur ontbreekt bovendien een concreet, praktisch en onderbouwd kader waarin wordt uiteengezet hoe Nederlandse grootbanken securitatisatie kunnen inzetten op een wijze die tegemoetkomt aan: De strengere kapitaaleisen (Basel-akkoorden en Europese regelgeving) en de verwachtingen en risico-afwegingen van investeerders. Er bestaan diverse studies over de algemene mechanismen van securitatisatie en de risico's die ermee gepaard gaan. Echter, er is een duidelijke kennisleemte als het gaat om het praktisch toepassen van securitatisatiestructuren in de Nederlandse commerciële vastgoedmarkt. Vooral de vraag in hoeverre investeerders terughoudend zijn vanwege transparantie-issues, (na)ijleffecten van de kredietcrisis en complexe regelgeving in Nederland, is nog onvoldoende beantwoord. Dit onderzoek beoogt juist deze leemte in kaart te brengen en te vertalen naar een bruikbaar strategisch raamwerk voor de praktijk.

1.3 Doelstelling

Het primaire doel van deze scriptie is om te onderzoeken op welke wijze Nederlandse grootbanken securitisatie strategisch kunnen inzetten om de groeiende vraag naar commercieel vastgoedfinanciering te blijven faciliteren.

1.4 Onderzoeksvraag en subvragen

Op welke wijze kunnen Nederlandse grootbanken securitisatie strategisch en praktisch inzetten om de groeiende vraag naar commercieel vastgoedfinanciering op een efficiënte en toekomstbestendige manier vorm te geven?

- Welke vormen van securitisatie zijn volgens de literatuur toepasbaar binnen de Nederlandse commerciële vastgoedmarkt?
- Welke externe (markt- en regelgevingsgerelateerde) en interne (organisatie en risicoperceptie) factoren beïnvloeden de toepassing van securitisatie door Nederlandse grootbanken in de commerciële vastgoedsector?
- Welke overwegingen en voorwaarden spelen volgens de literatuur en praktijk een rol bij de inzet van securitisatie in de commerciële vastgoedfinanciering?
- Hoe beoordelen experts en de bestaande literatuur de kansen en beperkingen voor Nederlandse grootbanken om securitisatie strategisch en praktisch in te zetten binnen de commerciële vastgoedfinanciering?

1.5 Wetenschappelijke relevantie

Dit onderzoek levert een bijdrage aan de academische literatuur over securitisatie en de rol daarvan binnen commerciële vastgoedfinanciering. Hoewel er veel onderzoek is gedaan naar securitisatie in algemene zin, richt het merendeel zich op woninghypotheken (RMBS) en de Amerikaanse markt. Over de inzet van securitisatie voor commercieel vastgoed (CMBS) in de Nederlandse en bredere Europese context bestaat daarentegen nog relatief weinig empirische kennis.

Daarnaast legt dit onderzoek een verbinding tussen theoretische inzichten (o.a. over kapitaalregulering, risicotransfer en investeerdersvertrouwen) en de praktijkervaring van banken en marktpartijen. De kwalitatieve analyse van interviews met deskundigen biedt inzichten in hoe securitisatie in de praktijk wordt vormgegeven en welke obstakels en kansen worden ervaren. Daarmee draagt dit onderzoek bij aan een beter begrip van de strategische en praktische inzet van securitisatie bij Nederlandse grootbanken, en vult het een leemte in de bestaande literatuur.

Sinds de wereldwijde financiële crisis van 2007–2009 staat securitisatie hoog op de academische en beleidsmatige agenda. Vele studies wijzen securitisatie, en in het bijzonder Amerikaanse subprime-hypotheken, aan als katalysator van de crisis (Gorton & Metrick, 2009). De dominante onderzoekslijn legt daarbij de nadruk op risico-overdracht, moral hazard en de rol van complexe gestructureerde producten in de opbouw van systeemrisico's (Acharya, Schnabl, & Suarez, 2010).

In de Europese context ligt het beeld genuanceerder: empirisch onderzoek laat zien dat Europese securitisaties, in tegenstelling tot hun Amerikaanse tegenhangers, relatief lage default rates kenden (EBA, 2019). Desondanks is de academische literatuur over de toepassing van securitisatie in Europa beperkt en sterk gefocust op residential mortgage-backed securities (RMBS). Over de inzet van commercial mortgage-backed securities (CMBS) of synthetische securitisatie in de Europese bancaire praktijk bestaat daarentegen een leemte.

Dit onderzoek levert een bijdrage door securitisatie niet enkel te benaderen als financieel-technisch instrument, maar vanuit een strategisch perspectief: hoe grootbanken securitisatie kunnen inzetten om balansruimte vrij te maken, kapitaaleisen te verlichten en financieringscapaciteit te vergroten. Daarmee wordt securitisatie geplaatst in een bredere discussie over de toekomstige rol van banken in de financiering van de reële economie.

Bovendien is het onderzoek empirisch relevant doordat het gebruikmaakt van kwalitatieve interviews met experts uit de bancaire praktijk. Waar veel academische studies voornamelijk kwantitatieve data-analyse toepassen, biedt dit onderzoek contextuele en praktijkgerichte inzichten in de interne (data, organisatie, cultuur) en externe (regelgeving, beleggersvoorkeuren) belemmeringen die de toepassing van securitisatie in Nederland bepalen.

1.6 Maatschappelijke relevantie

Commercieel vastgoedfinanciering speelt een belangrijke rol in de reële economie. Vastgoedprojecten hebben direct effect op de leefomgeving, werkgelegenheid en economische dynamiek. Nederlandse grootbanken zijn de belangrijkste financiers van deze sector, maar lopen tegelijkertijd aan tegen strengere Basel-regelgeving en limieten op vastgoedexposure. Hierdoor kan de kredietverlening aan de reële economie onder druk komen te staan. Europese toezichthouders signaleren dat spanningen op vastgoedmarkten kunnen doorwerken op banken en niet-banken; specifiek voor Nederland wijst DNB op kwetsbaarheden en kwaliteitsdaling in (delen van) de commerciële vastgoedportefeuille. Deze observaties onderstrepen het macro-financiële belang van robuuste vastgoedfinanciering (DNB, 2024).

Nederlandse grootbanken zijn belangrijke financiers van commercieel vastgoed, maar hun rol staat onder druk door strengere kapitaalstandaarden en hogere risicogewichten onder het (afgeronde) Basel-III-raamwerk, dit naast interne risk-appetite-limieten. Het Basel-comité beoogde variabiliteit in RWA's te beperken en de kwaliteit van regulatorisch kapitaal te verhogen; dat vergroot de kapitaaldruk op risicovolle exposures, waaronder commercieel vastgoed. DNB schetst in recente Financial Stability Reports (FSR's) dat hogere rente en prijsdalingen de risico's in Nederlands commercieel vastgoed materialiseren, een context waarin kapitaalrestricties kredietverlening merkbaar kunnen beïnvloeden (DNB, 2025).

Securitisatie kan hier balansruimte creëren en risico's breder spreiden door (delen van) het kredietrisico naar externe beleggers te transfereren. De ECB stelt expliciet dat een goed functionerende Europese securitisatiemarkt capaciteit in de bankensector vrijmaakt en financiering naar de economie kan vergroten; dat past in de CMU-agenda. Tegelijkertijd toont de ESRB (2025) dat, mits prudent gekalibreerd (o.a. STS-criteria en SRT-toets), securitisatie tot nu toe lage wanbetalingsgraad kent en risico's mede richting niet-Euroland-investeerders worden gespreid, terwijl waakzaamheid nodig blijft (procycliciteit, tegenpartij- en concentratierisico's) (ECB, 2024); (ESRB, 2025).

De maatschappelijke relevantie volgt uit de koppeling met de Capital Markets Union (CMU): diepere, geïntegreerde kapitaalmarkten (waaronder goed gekalibreerde securitisatie) moeten private investeringsstromen richting de reële economie mobiliseren en de kredietcapaciteit van banken aanvullen. Recente ECB-bijdragen en beleidsstukken benadrukken dat hervorming van het EU-securitisatiekader wezenlijk is om kredietdoorstroming, inclusief voor vastgoed en (duurzame) transitie, te ondersteunen, zonder prudentiële waarborgen te ondermijnen (Arampatzi, et al., 2025).

1.7 Onderzoeksmethodiek

In deze scriptie wordt exploratief (verkenkend) onderzoek ingezet omdat er beperkte of versnipperde informatie beschikbaar is over securitisatie in relatie tot commercieel vastgoed. Het is een relatief kleine markt die erg specialistisch is en niet volledig transparant. Publieke data is beperkt beschikbaar waardoor het lastig is om kwantitatieve analyses te doen. Deze onderzoeksbenadering is doorgaans kwalitatief van aard en kenmerkt zich door flexibiliteit: de aanpak kan gaandeweg worden aangepast op basis van nieuwe bevindingen. Door open vragen te stellen en verschillende invalshoeken te verkennen, biedt exploratief onderzoek de mogelijkheid om onbekende vraagstukken in kaart te brengen en een basis te leggen voor vervolgonderzoek.

In aanvang wordt gebruikgemaakt van deskresearch (marktonderzoek) om een helder beeld te krijgen van de ontwikkelingen in de markt voor securitisaties. Hierbij worden gezaghebbende rapporten geraadpleegd van onder meer toezichthouders (zoals de Europese Centrale Bank en De Nederlandsche Bank), internationale financiële instellingen, brancheorganisaties en gerenommeerde marktanalisten. Daarnaast wordt literatuur gebruikt om het theoretisch kader te vormen.

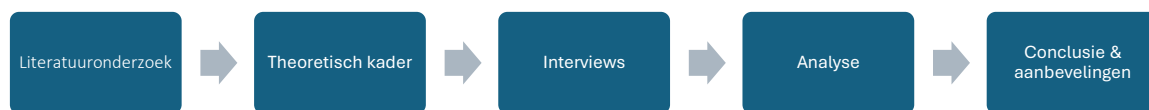
Tevens is gebruikgemaakt van deskresearch om een gedegen en onderbouwd beeld te verkrijgen van de ontwikkelingen in de markt voor securitisaties. Hiervoor zijn gezaghebbende rapporten geraadpleegd van toezichthouders, zoals de Europese Centrale Bank (ECB) en De Nederlandsche Bank (DNB), alsmede publicaties van internationale financiële instellingen, brancheorganisaties en gerenommeerde marktanalisten. Daarnaast is wetenschappelijke en vakliteratuur benut voor de opbouw van het theoretisch kader. Ter verdieping van het empirisch inzicht zijn tevens de jaarverslagen en financiële rapportages van de drie grootbanken in Nederland geanalyseerd. Deze bronnen verschaffen informatie over de balansstructuur, financieringsstrategie en de wijze waarop deze instellingen omgaan met vastgoedfinanciering en securitisatie. Bij de analyse is een soort trechtermodel toegepast om de onderzoekscontext systematisch te structureren. In eerste instantie is de markt voor commercieel vastgoed onderzocht om de macro-economische context te schetsen. Vervolgens is ingezoomd op de Europese markt voor securitisaties, daarna op de Nederlandse securitisatiemarkt, en ten slotte op de drie Nederlandse grootbanken. Deze gefaseerde benadering maakt het mogelijk om de ontwikkelingen op internationaal, nationaal en institutioneel niveau met elkaar te verbinden en daarmee de positie van de Nederlandse grootbanken binnen het bredere securitisatielandschap te duiden. Bestaande literatuur biedt eenduidige definities van kernbegrippen zoals securitisatie, CMBS en significant risk transfer, en levert bewezen theorieën en modellen om de onderzoeksresultaten te analyseren. Door de bevindingen uit het marktonderzoek en de interviews te spiegelen aan deze wetenschappelijke inzichten, wordt de analyse verdiept en de academische onderbouwing van de scriptie versterkt. Waar markt- en literatuuronderzoek voornamelijk gebaseerd is op bestaande gegevens en theoretische kaders, bieden de interviews met experts uit verschillende disciplines vormen een belangrijke aanvulling op het deskresearch. Hierbij kunnen actuele en praktijkgerichte inzichten worden verkregen. Door te spreken met professionals uit onder meer de bancaire sector, vastgoedfinanciering, securitisatiestructurering, wordt duidelijk hoe theoretische concepten in de praktijk worden toegepast en welke uitdagingen en kansen zij in de huidige markt zien. Deze perspectieven helpen om trends en risico's beter te duiden, nuances aan te brengen in de analyse en eventuele leemtes in de beschikbare data op te vullen. Daarmee dragen de interviews bij aan een rijker en meer gebalanceerd beeld, wat de relevantie en toepasbaarheid van de conclusies en aanbevelingen in de scriptie versterkt.

De analyse in deze scriptie wordt uitgevoerd door de bevindingen uit het literatuur- en marktonderzoek te combineren met de inzichten uit de interviews. Allereerst worden de belangrijkste thema's en concepten uit de wetenschappelijke en vakliteratuur geïdentificeerd, zoals de werking van securitisatie, de specifieke kenmerken van CMBS en de voorwaarden voor significant risk transfer. Vervolgens worden de marktgegevens en rapporten geanalyseerd om trends, volumes, structuren en relevante ontwikkelingen in kaart te brengen. De gegevens uit de interviews worden uitgewerkt en gecodeerd op basis van terugkerende onderwerpen en patronen. Hierbij wordt een thematische analyse toegepast, waarbij de kwalitatieve data wordt gestructureerd rond de centrale onderzoeksvragen en het theoretisch kader. Door de literatuur- en marktbevindingen te spiegelen aan de praktijkinzichten van experts, kunnen overeenkomsten, verschillen en mogelijke verklaringen worden vastgesteld.

Deze gecombineerde aanpak maakt het mogelijk om de resultaten in een bredere context te plaatsen, leemtes in bestaande kennis te signaleren en goed onderbouwde conclusies en aanbevelingen te formuleren die zowel academisch relevant als praktisch toepasbaar zijn.

Aan het einde van het onderzoek worden de belangrijkste inzichten samengevat in kernconclusies die direct voortkomen uit de geanalyseerde gegevens. Hieruit vloeien gerichte aanbevelingen voort, afgestemd op de specifieke uitdagingen en kansen binnen commerciële vastgoedfinanciering en significant risk transfer. Deze aanbevelingen zijn toekomstgericht en bedoeld om besluitvorming en strategische keuzes in de sector te ondersteunen.

Figuur 1: Onderzoeksmodel (eigen visualisatie 2025)



1.8 Leeswijzer

Deze scriptie onderzoekt op welke wijze Nederlandse grootbanken securitisatie strategisch en praktisch kunnen inzetten om de groeiende vraag naar commercieel vastgoedfinanciering op een efficiënte en toekomstbestendige manier vorm te geven.

Na deze inleiding wordt in hoofdstuk 2 de onderzoeksopzet toegelicht, inclusief de methode en dataverzameling. Hoofdstuk 3 vormt het theoretisch kader en bespreekt de belangrijkste literatuur over securitisatie, regelgeving en risicotransfer. In hoofdstuk 4 wordt de ontwikkeling van de Europese en Nederlandse markt voor securitisatie beschreven, op basis van marktrapporten, beleidsdocumenten en jaarverslagen van grootbanken. Hoofdstuk 5 gaat in op de methodologische uitvoering van het empirisch onderzoek, gevolgd door hoofdstuk 6, waarin de resultaten van de interviews met professionals uit de bancaire en vastgoedsector worden gepresenteerd. In hoofdstuk 7 worden de belangrijkste inzichten samengebracht en geïnterpreteerd. Hoofdstuk 8 bevat de aanbevelingen voor beleid en praktijk, en hoofdstuk 9 sluit af met een reflectie op het onderzoek en suggesties voor vervolgonderzoek.

2 Theoretisch kader

2.1 Definities en Typen Securitatisatie

In dit hoofdstuk wordt het theoretische kader uiteengezet waarbinnen de analyse van dit onderzoek wordt geplaatst. Allereerst wordt securitisatie gedefinieerd en het onderliggende principe toegelicht. Vervolgens wordt ingegaan op het proces en de belangrijkste betrokken actoren. Daarna worden de verschillende productvarianten besproken en wordt aandacht besteed aan de mechanismen die risico's binnen securitisaties moeten beheersen. Tot slot wordt het relevante Europese regelgevingskader behandeld, waarna de implicaties voor dit onderzoek worden samengevat.

Sinds de jaren tachtig heeft securitisatie zich ontwikkeld tot een veel gebruikte financieringstechniek op de internationale kapitaalmarkten. Door moeilijk verhandelbare activa, zoals woninghypotheken en consumptieve leningen, om te zetten in vrij verhandelbare effecten, kunnen financiële instellingen hun balans verlichten, kapitaalkosten verlagen en toegang krijgen tot nieuwe financieringsbronnen. Tegelijkertijd biedt securitisatie investeerders toegang tot gediversifieerde kredietblootstellingen met een vaak aantrekkelijk risicorendementsprofiel (Vink, 2009).

In de beginfase was securitisatie vooral gericht op woninghypotheken, waarbij Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) het dominante onderpand vormden. In de jaren negentig breidde deze markt zich uit naar commerciële vastgoedleningen, wat leidde tot de opkomst van Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) (AN, Deng, & Gabriel, 2008). Voor banken werd securitisatie een instrument om de balans te optimaliseren, kredietrisico's te spreiden en additionele financieringsruimte te creëren. Deze voordelen verklaarden waarom securitisatie lange tijd een belangrijke rol vervulde bij grootbanken, ook in Nederland, waar instellingen als ABN AMRO, ING en Rabobank omvangrijke hypotheekportefeuilles wisten te financieren via deze techniek (Walther, 2024).

De mondiale financiële crisis van 2008 bracht echter de keerzijde van securitisatie scherp aan het licht. Vooral complexe structuren zoals mortgage-backed securities en collateralised debt obligations fungeerden als katalysatoren voor systeemrisico's. Gebrekkige transparantie, samen met de perverse prikkels van het originate-to-distribute-model, leidde ertoe dat kredietrisico's onderschat werden en dat de kwaliteit van onderliggende leningen vaak onvoldoende werd bewaakt (Acharya & Richardson, 2009). Als gevolg hiervan kelderde het vertrouwen in securitisatie en kreeg de Europese markt te maken met een periode van langdurige stagnatie.

Na de crisis werd de rol van securitisatie in Europa bovendien beïnvloed door ingrijpende regulering. De invoering van strengere kapitaal- en liquiditeitseisen in het kader van de Basel-akkoorden en de implementatie van de Europese Securitisation Regulation (EU 2017/2402) dwongen banken om grotere transparantie en risicobeheersing te waarborgen. Hoewel dit de kwaliteit van nieuwe securitisaties verhoogde, bleef het marktvolume aanzienlijk achter bij het niveau van vóór de crisis. Tegen deze achtergrond rijst de vraag hoe securitisatie zich opnieuw kan positioneren als strategisch instrument, in het bijzonder bij de financiering van commercieel vastgoed door Nederlandse grootbanken.

De Europese Unie definieert securitisatie als *“een transactie of regeling waarbij het kredietrisico van een onderliggende portefeuille wordt overgedragen aan investeerders via effecten, waarbij betalingen afhankelijk zijn van de prestaties van deze activa”* (Europese Unie, 2017). In essentie kunnen twee hoofdvormen van securitisatie worden onderscheiden.

Eenzijds is er de traditionele securitisatie (*true sale*), waarbij activa daadwerkelijk van de balans worden verwijderd en via een speciaal opgerichte entiteit (Special Purpose Vehicle, SPV) aan beleggers worden verkocht. Anderzijds ontwikkelde zich in toenemende mate de synthetische securitisatie, waarbij kredietrisico contractueel wordt overgedragen, maar de activa op de bankbalans blijven staan. Juist deze tweede variant is de afgelopen jaren sterk in omvang gegroeid, mede dankzij de erkenning van STS-synthetische securitisaties door de EU in 2021.

Het onderscheid tussen traditionele en synthetische securitisatie is cruciaal voor het begrijpen van de rol die securitisatie speelt in de Europese financiële architectuur. Waar traditionele securitisatie meer is gericht op funding en balansverkortings, staat bij synthetische structuren vooral kapitaaloptimalisatie centraal. Dit hoofdstuk analyseert beide vormen in detail, vergelijkt hun voor- en nadelen en bespreekt de implicaties voor de stabiliteit van het Europese financiële systeem, zoals ook geadresseerd door de (ESRB, 2025).

2.2 Traditionele securitisatie

Traditionele securitisatie, vaak aangeduid als *true sale securitisation*, is een structuur waarbij de bank een deel van haar activa, meestal een homogeen pakket leningen, verkoopt aan een Special Purpose Vehicle (SPV). Dit SPV wordt opgericht als een juridische entiteit die faillissementsafgescheiden is van de bank. De bank ontvangt van het SPV een betaling voor de activa, waardoor deze leningen van de balans verdwijnen. Het SPV financiert de aankoop door het uitgeven van asset-backed securities (ABS) aan investeerders. (Leenaars, 2003) Deze effecten worden doorgaans getrancheerd in verschillende risicoklassen: senior, mezzanine en junior (ESRB, 2025).

De kasstromen uit de onderliggende leningen (bijvoorbeeld hypotheekaflossingen en rente) worden door het SPV gebruikt om de obligatiehouders uit te betalen. De tranchering bepaalt de volgorde van verliesabsorptie: verliezen worden eerst gedragen door junior-tranches, waarna mezzanine- en uiteindelijk senior-tranches worden geraakt. Deze structuur stelt investeerders in staat om te kiezen voor een risicoprofiel dat aansluit bij hun voorkeuren, terwijl banken hun kredietportefeuilles kunnen herstructureren en liquiditeit vrijmaken (ESRB, 2025).

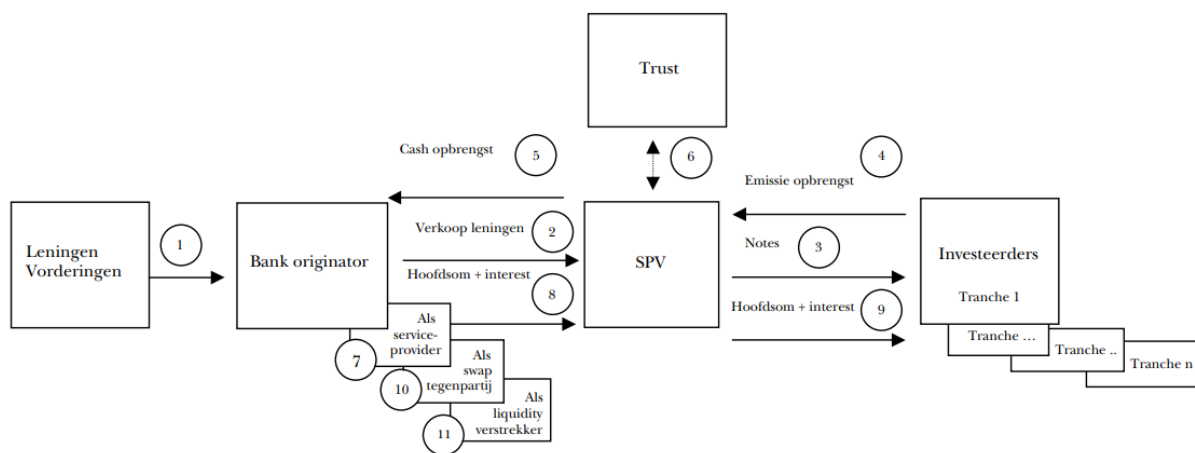
In een traditionele securitisatie worden de kasstromen uit de onderliggende portefeuille gebruikt om minimaal twee onderscheiden risicoposities (tranches) te bedienen. Elke tranche kent een eigen risicoprofiel, waarbij verliezen in eerste instantie worden opgevangen door de meest junior tranche, zonder dat betalingen aan de hogere tranches worden onderbroken. Dit verschilt wezenlijk van een conventionele schuldstructuur, waar subordination betrekking heeft op de volgorde van terugbetaling bij liquidatie (ESRB, 2025).

De originator verkoopt de activa aan een SPV dat juridisch is afgeschermd van een eventueel faillissement van de bank. Het SPV financiert deze aankoop door effecten uit te geven, doorgaans in meerdere tranches met oplopend risico. Op deze wijze verschuift het economisch risico naar investeerders, terwijl de bank liquiditeit en balansruimte creëert (ESRB, 2025). Bekende voorbeelden zijn mortgage-backed securities (MBS), waarbij rente- en aflossingsstromen uit hypotheekleningen worden doorgegeven aan investeerders. Wanneer het om woninghypotheken gaat, spreekt men van Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS); bij commerciële hypotheekleningen betreft dit Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS).

Omdat de kredietwaardigheid van de effecten primair afhankelijk is van de prestaties van de onderliggende leningen en niet van de bank, wordt de kredietkwaliteit vaak versterkt door technieken zoals overcollateralisatie, externe garanties (bijvoorbeeld letters of credit of monoline-verzekeringen), of interne reservefondsen die fluctueren volgens vooraf vastgestelde regels (Gorton & Souleles, 2005). De kapitaalstructuur wordt daarbij opgedeeld in verschillende tranches met een oplopend verliesabsorptievermogen: senior tranches (A- en B-notes), mezzanine tranches (C-notes) en de meest risicovolle equity-tranche (Leenaars, 2003).

Hieronder volgt een schematische weergave van de twee belangrijkste sucritisatievormen:

Figuur 2 True Sale (Traditionele securitisatie)



Bron: Amsterdam Center for Corporate Finance, 2003

Leenaars (2003) geeft in een publicatie van het ACCF aan dat een true sale-securitisatie begint met de creatie van een leningportefeuille door de bank, de zogenaamde originator (1). Deze leningen worden vervolgens verkocht aan een speciaal hiervoor opgerichte entiteit: de Special Purpose Vehicle (SPV) (2). De SPV financiert deze aankoop door de uitgifte van effecten, ofwel notes (3), die worden geplaatst bij investeerders.

De uitgegeven effecten worden getrancheerd: elke tranche vertegenwoordigt een verschillend niveau van risico en rendement. Senior tranches genieten voorrang bij terugbetalingen en hebben daardoor een lagere rentevergoeding, terwijl junior tranches een hogere rente opleveren maar als eerste verliezen opvangen (3). Investeerders betalen de emissieprijs aan de SPV (4), waarna de SPV de netto-opbrengst gebruikt om de leningenportefeuille bij de originator te financieren (5) (Leenaars, 2003).

De juridische isolatie van de SPV wordt gewaarborgd door een onafhankelijke trust of stichting (6), die vaak wordt beheerd door gespecialiseerde administratiekantoren. Dit zorgt ervoor dat de activa afgescheiden blijven van de balans van de bank en beschermt investeerders tegen aanspraken in geval van faillissement van de originator (Leenaars, 2003).

Het beheer van de leningportefeuille, zoals het innen van rente en aflossingen, blijft doorgaans bij de bank, die optreedt als servicer (7). De geïnde kasstromen worden vervolgens doorgeleid naar de SPV (8), die de overeengekomen betalingen van rente en aflossing doorzet naar de investeerders (9). Indien de kasstromen ontoereikend blijken, worden de verliezen volgens de hiërarchie van de tranches gedragen, te beginnen bij de junior tranches. Daarnaast sluit de SPV vaak derivatencontracten, zoals swaps (10), om renterisico's of valutarisico's te neutraliseren. Bij tijdelijke liquiditeitstekorten kan de originator

optreden als liquidity provider (11), waarbij deze aanvullende middelen beschikbaar stelt om de verplichtingen richting senior investeerders na te komen (Leenaars, 2003).

Op deze manier fungeert true sale-securitisatie als een instrument waarmee banken hun balans verlichten, directe liquiditeit genereren en kredietrisico's overdragen aan de kapitaalmarkt, terwijl beleggers toegang krijgen tot gestructureerde producten met uiteenlopende risicoprofielen.

Het belangrijkste doel van traditionele securitisatie is funding. Door activa van de balans te halen en om te zetten in ABS, verkrijgen banken toegang tot alternatieve financieringsbronnen buiten deposito's en interbancaire leningen. Daarnaast kan securitisatie bijdragen aan risicospreiding, doordat kredietrisico's worden overgedragen aan een bredere groep investeerders. Voor banken betekent dit dat zij nieuwe kredietverlening kunnen blijven ondersteunen, zelfs in tijden dat balansen onder druk staan (ESRB, 2025).

2.3 Synthetische securitisatie

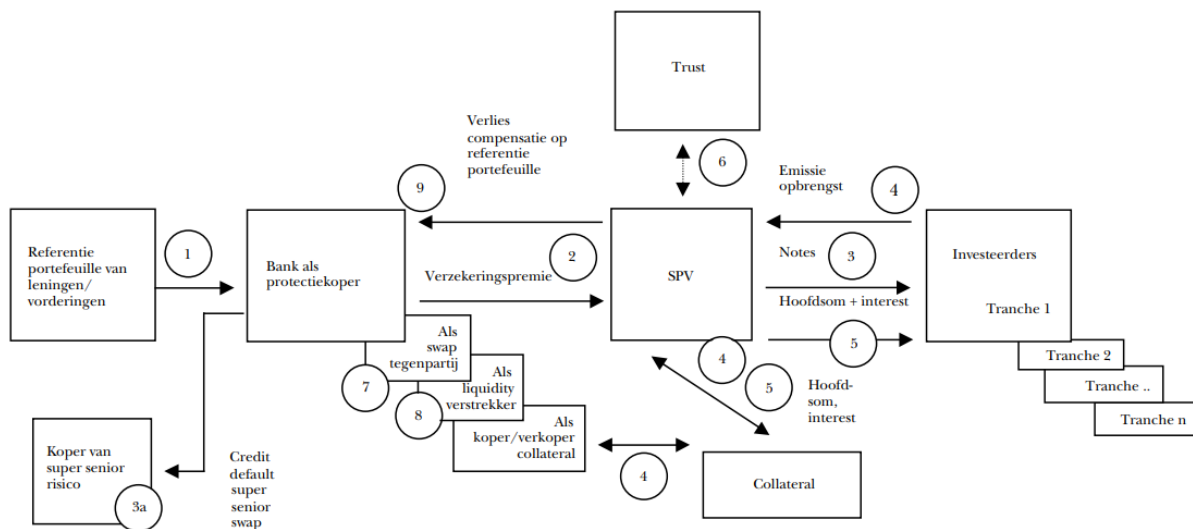
Bij synthetische securitisatie blijft de portefeuille op de balans van de bank, terwijl uitsluitend het kredietrisico wordt overgedragen via derivaten of garanties. Net als bij traditionele structuren worden minimaal twee risicoposities onderscheiden. Afhankelijk van de contractvorm gebeurt dit met gefinancierde instrumenten, zoals Credit-Linked Notes (CLN's), of met ongedekte instrumenten, zoals Credit Default Swaps (CDS'en) (Leenaars, 2003).

Een CDS kan worden beschouwd als een vorm van kredietverzekering: de koper van de CDS betaalt een premie, in ruil waarvoor de verkoper eventuele verliezen compenseert wanneer de referentieportefeuille een *credit event* doormaakt (bijvoorbeeld wanbetaling of faillissement). Op die manier kan kredietrisico worden losgekoppeld van marktrisico, waardoor krediet als een afzonderlijke beleggingscategorie kan worden behandeld (Chirathivat, 2003).

Synthetische structuren hebben bovendien het voordeel dat geen daadwerkelijke verkoop van activa nodig is, waardoor banken hun kredietportefeuille kunnen behouden terwijl zij toch kapitaalruimte creëren. Dit maakt dergelijke transacties met name aantrekkelijk in markten waar activa moeilijk overdraagbaar zijn, zoals bij commerciële vastgoedfinancieringen.

Een specifiek voorbeeld is de synthetische CMBS-structuur, waarbij het kredietrisico van een portefeuille commerciële hypotheken wordt overgedragen via CDS-contracten. Hierbij fungeert de bank als *protection buyer* en de investeerder als *protection seller*. In tegenstelling tot traditionele CMBS-transacties is de hypotheeknemer zelf geen partij in het contract; de lening wordt enkel als referentie gebruikt. Dit maakt het mogelijk om ook risico's te verhandelen waarvoor geen liquide obligatiemarkt bestaat, en biedt investeerders flexibiliteit om posities in te nemen of juist kredietrisico af te dekken.

Figuur 3 Synthetische securitisatie



Bron: Amsterdam Center for Corporate, 2003

Bij synthetische securitisatie vindt geen overdracht van de leningen of vorderingen zelf plaats, maar uitsluitend van het daaraan verbonden kredietrisico (1). Hiervoor wordt een referentieportefeuille opgesteld, waarvan de criteria en samenstelling nauwkeurig worden vastgelegd in het prospectus van de transactie.

De bank koopt vervolgens, tegen betaling van een premie, kredietrisicobescherming via een credit default swap (CDS) die is afgesloten met een speciaal hiervoor opgerichte SPV (2). Het kredietrisico wordt doorgaans opgesplitst in drie segmenten: een eerste verliestranche (*first loss*), doorgaans 1 à 3% van de portefeuille; een mezzaninetranche van circa 10–20% die daadwerkelijk met onderpand wordt gefinancierd; en een zogenoemde super-senior tranche van de resterende 80–90%, die niet wordt gefund en vaak als swap of CDS bij een hooggewaardeerde bank in een OESO-land wordt geplaatst (Leenaars, 2003).

De SPV geeft effecten (*notes*) uit voor de mezzaninetranche, waarbij de tranches uiteenlopen in risico en opbrengst (3). Het super-senior risico wordt doorgaans apart ondergebracht bij een externe bank (3a). De opbrengst van de emissie wordt door de SPV belegd in hoogwaardig onderpand, veelal staatsobligaties met de hoogste kredietwaardigheid. Dit onderpand dient als zekerheid en wordt beheerd in het kader van een repo-overeenkomst met de originator (4). De rente- en aflossingsbetalingen uit dit onderpand worden vervolgens gebruikt om de houders van de notes te bedienen (5) (Leenaars, 2003).

Om juridische onafhankelijkheid van de SPV te waarborgen, wordt deze bestuurd door een onafhankelijke stichting of trust, meestal met minimale kapitaalbasis. In Nederland worden hiervoor vaak stichtingen gebruikt vanwege gunstige fiscale afspraken (6) (Leenaars, 2003).

Omdat de kasstromen van de onderliggende activa doorgaans verschillen van de verplichtingen op de notes, sluit de SPV swapcontracten af om rente- en valutarisico's te neutraliseren (7). Indien zich tijdelijke liquiditeitstekorten voordoen, kan de originator optreden als liquidity provider, mits de verstrekte middelen niet achtergesteld zijn ten opzichte van de meest senior notes (8) (Leenaars, 2003).

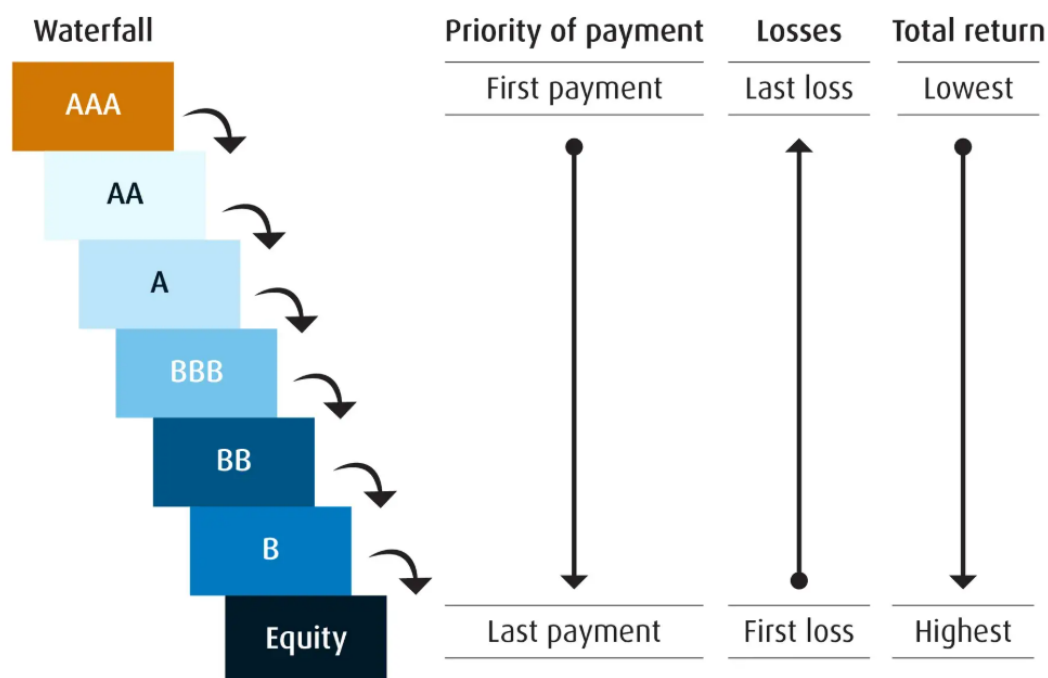
Wanneer zich een zogenoemd credit event voordoet, bijvoorbeeld wanbetaling, faillissement of herstructurering, is de SPV verplicht een overeengekomen bedrag aan de beschermingskoper (de bank) te betalen (9). Deze betalingen worden pas geactiveerd wanneer de verliezen de first loss-tranche overstijgen. De exacte definities van credit events zijn vastgelegd in de ISDA Master Agreement, waarmee de afwikkeling van CDS-transacties is gestandaardiseerd en juridische onzekerheid wordt beperkt (Leenaars, 2003).

Waterfall-principe

De volgorde waarin kasstromen worden uitgekeerd, verloopt volgens het zogenoemde cash flow waterfall-principe. Hierbij hebben de senior tranches voorrang bij rente- en aflossingsbetalingen. Pas wanneer deze volledig zijn voldaan, komen de lagere tranches aan bod. In geval van wanbetalingen of verliezen in de onderliggende portefeuille worden deze verliezen eerst toegewezen aan de meest junior tranche, waarna de impact stapsgewijs doorschuift naar de hogere lagen.

De senior effecten hebben doorgaans een zeer hoge kredietbeoordeling (AAA of AA) en worden beschouwd als relatief veilig. De meer junior tranches daarentegen dragen een groter risico en krijgen daarom lagere kredietratings en hogere rendementseisen. De meest achtergestelde tranche, ook wel de equity tranche genoemd, heeft het hoogste risicoprofiel. Deze wordt vaak door de uitgevende bank zelf behouden, zowel om vertrouwen in de transactie te tonen als om te kunnen profiteren van eventuele resterende kasstromen nadat alle andere tranches zijn bediend. Deze equity tranche ontvangt doorgaans geen vaste rentevergoeding, maar fungeert als een restcategorie die alleen waarde genereert bij voldoende positieve kasstromen.

Figuur 4 Illustratie cashflow waterfall



Bron: BMO Global Asset Management

2.4 Economische voordelen, nadelen en motieven in de literatuur

2.4.1 Determinanten en motieven voor Securitatisatie

Securitatisatie is sinds de jaren tachtig uitgegroeid tot een van de meest invloedrijke financiële innovaties binnen het bankwezen. Het proces stelt financiële instellingen in staat om hun kredietportefeuilles te transformeren in verhandelbare effecten die via de kapitaalmarkt worden geplaatst. Daarmee ontstaat een instrument dat niet alleen dient om liquiditeit te genereren, maar ook om risico's te herstructureren en kapitaalratio's te optimaliseren. Het is dan ook niet verrassend dat securitatisatie in de academische literatuur wordt onderzocht, zowel vanuit theoretisch als empirisch perspectief.

De literatuur laat zien dat de motieven voor securitatisatie in de loop der tijd zijn verschoven. Waar vroege studies vooral de economische voordelen benadrukten, zoals risicospreiding en efficiëntie, hebben latere bijdragen meer oog voor institutionele, regulatoire en strategische overwegingen. In dit hoofdstuk worden de belangrijkste determinanten en motivaties van securitatisatie besproken, waarbij de inzichten uit vroege en recente literatuur geïntegreerd worden.

2.4.2 Economische voordelen van securitatisatie

De eerste academische bijdragen aan het debat over securitatisatie richtten zich op de potentiële economische voordelen die deze techniek banken kan opleveren. Zo benadrukken Greenbaum & Thakor (1987) en Hess, Alan, & Smith (1988) dat securitatisatie banken helpt bij het verkleinen van risico's, diversifiëren van portefeuilles en het aantrekken van financiering voor zowel bestaande activiteiten als nieuwe investeringen. Door activa te bundelen en te verhandelen via een speciaal vehikel, ontstaat een instrument dat banken flexibiliteit biedt in hun balansbeheer.

Greenbaum en Thakor voegen daaraan toe dat securitatisatie banken in staat stelt zich te concentreren op activiteiten waarin zij een comparatief voordeel hebben, terwijl minder efficiënte activiteiten worden uitbesteed. In die zin kan securitatisatie bijdragen aan een efficiëntere allocatie van middelen binnen het financiële systeem. Rosenthal & Ocampo (1988) benadrukken daarnaast dat securitatisatie banken in staat stelt hun financieringskosten te verlagen, omdat de effecten aantrekkelijk zijn voor een bredere investeerdersbasis.

Ook informatie-asymmetrieën kwamen al vroeg in beeld. Boot & Thakor (1993) stellen dat het bundelen van activa en het uitgeven van claims met verschillende risicoprofielen banken kan helpen de verwachte opbrengsten te verhogen in markten waar asymmetrische informatie een probleem vormt. Chiesa (2008) bouwt hierop voort en betoogt dat een optimale overdracht van kredietrisico via securitatisatie de hoeveelheid vereist eigen vermogen kan reduceren. Dit creëert prikkels voor banken om hun kredietportefeuilles nauwkeuriger te screenen en monitoren, wat bijdraagt aan efficiëntere kredietverlening en bredere economische welvaart.

Kortom, de vroege literatuur benadrukt vooral de rol van securitatisatie als instrument voor risicoreductie, financiering en efficiëntie.

2.4.3 Motieven in de literatuur

In de latere literatuur worden vier centrale motieven onderscheiden waarom banken hun leningen securitiseren: (i) financiering en liquiditeit, (ii) risicotransfer, (iii) winstoptimalisatie en (iv) kapitaalbeheer.

(i) Financiering en liquiditeit

Securitisatie verschaft banken toegang tot alternatieve financieringsbronnen, met name in situaties waarin deposito's schaars of duur zijn. Hierdoor zijn banken minder afhankelijk van traditionele depositofinanciering en kunnen zij hun liquiditeitspositie versterken (Affinito & Tagliaferri, 2010). Dit motief is nauw verbonden met de opkomst van de kapitaalmarkt als financieringsbron voor banken, die parallel loopt met de bredere trend van financiële disintermediatie.

Daarnaast speelt het liquiditeitseffect vooral bij cash securitisaties, waarbij de onderliggende portefeuille daadwerkelijk wordt overgedragen aan een speciaal vehikel (SPV). Deze transactie genereert een directe instroom van liquide middelen bij de bank, waardoor ruimte ontstaat voor herinvesteringen of balansherstructurering (Gorton & Pennacchi, 1995).

(ii) Risicotransfer

Een tweede motief betreft het overdragen van kredietrisico. Via securitisatie kunnen banken hun blootstelling aan verliezen reduceren door risico's over te dragen aan een bredere groep investeerders. Empirisch blijkt echter dat banken vaak juist hoogwaardige leningen securitiseren en risicovollere activa op de balans houden. Dit fenomeen hangt samen met verschillen tussen economisch kapitaal (dat interne risicometingen weerspiegelt) en regulatorisch kapitaal (dat door toezichthouders wordt voorgeschreven) (Gorton & Pennacchi, 1995); (Affinito & Tagliaferri, 2010).

Bovendien draagt securitisatie bij aan een efficiëntere risicodeling. Door tranchering ontstaat een structuur waarin de meest risicovolle tranche (de equity of first-loss piece) bij de bank achterblijft, terwijl senior en mezzanine tranches worden verkocht. Hierdoor worden de incentives tot monitoring behouden, terwijl onverwachte verliezen worden verspreid over investeerders (DeMarzo, 2003); (Krahn & Wilde, 2006).

(iii) Winstoptimalisatie

Securitisatie kan ook dienen als instrument voor winstcreatie. Wanneer leningen worden verkocht tegen een hogere marktwaarde dan hun boekwaarde, realiseren banken directe winsten. De vrijgekomen middelen kunnen vervolgens worden ingezet voor activiteiten met een hoger rendement (Lockwood, Rutherford, & Herrera, 1996) & (Affinito & Tagliaferri, 2010). Dit motief is vooral aantrekkelijk in periodes waarin de markt gunstig is voor de waardering van de onderliggende activa.

(iv) Kapitaalbeheer

Een vierde en vaak geciteerd motief betreft het optimaliseren van kapitaalratio's. Onder het Basel I-akkoord moesten banken een kapitaalbuffer van 8% aanhouden, ongeacht het risicoprofiel van hun kredietportefeuille. Dit creëerde prikkels voor banken om juist laag-risico activa te securitiseren, aangezien deze dezelfde kapitaaleisen kenden als risicovollere leningen maar minder rendement opleverden (Ambrose, Lacour-Little, & Sanders, 2005).

Hoewel het Basel II-raamwerk risicogevoeligere kapitaaleisen introduceerde en daarmee de mogelijkheden voor arbitrage verkleinde, heeft kapitaalbeheer een belangrijke rol gespeeld in de vroege opkomst van securitisatie (Colomiris & Mason, 2004); (Duffie & Garleanu, 2001).

Latere literatuur: efficiëntie, schaalvoordelen en institutionele kenmerken

Vanaf de jaren 2000 is de literatuur over securitisatie meer gericht op empirisch onderzoek naar de determinanten van securitisatie. Een belangrijk thema daarbij is de vraag of securitisatie voornamelijk wordt gedreven door regulatorisch arbitrage, of dat het instrument ook bijdraagt aan efficiëntere contractering.

Zo vinden Minton, Sanders & Strahan (2004) en Colomiris & Mason (2004), empirisch bewijs dat securitisatie eerder wordt gedreven door het verlagen van financieringskosten (efficient contracting) dan door puur regulatorisch arbitrage. Vooral niet-gereguleerde instellingen en investeringsbanken securitiseren vaker dan commerciële banken, en bovendien blijken risicovollere en hoger geleveragde instellingen actiever in de securitisatiemarkt.

Ook Bannier & Hänsel (2008) tonen aan dat securitisatie in Europa primair gedreven wordt door kredietrisicobeheer en liquiditeitsmotieven, en minder door kapitaal-arbitrage.

Verder blijkt uit onderzoek dat institutionele kenmerken zoals omvang, winstgevendheid en liquiditeitspositie van belang zijn. Banken met een zwakkere kapitaalpositie, beperkte liquiditeit en lagere winstgevendheid securitiseren vaker en doen dit doorgaans in grotere volumes (Affinito & Tagliaferri, 2010).

Tot slot laten Hänsel & Krahnen (2007) zien dat securitisatie kan leiden tot een toename van het systematische risico van banken. Dit effect is sterker bij financieel zwakkere instellingen en banken in bank-georiënteerde financiële systemen, wat suggereert dat ook de risicobereidheid van banken een belangrijke determinant vormt.

2.4.4 Risico's en Nadelen van Securitatie

Hoewel securitisatie banken en investeerders aanzienlijke voordelen kan bieden, wijst de wetenschappelijke literatuur eveneens op een reeks nadelen en risico's die nauw verbonden zijn met deze financieringstechniek. Waar de positieve literatuur securitisatie vaak beschouwt als een middel tot efficiëntie, liquiditeit en risicospreiding, benadrukt kritische literatuur de keerzijde in termen van perverse prikkels, complexiteit, procycliciteit, informatie-asymmetrie en systeemrisico.

Originate-to-distribute en kredietstandaarden

Een belangrijk punt van kritiek betreft de prikkels die voortkomen uit het originate-to-distribute-model. Doordat banken de kredietrisico's na securitisatie grotendeels doorschuiven naar investeerders, neemt hun prikkel om leningen zorgvuldig te screenen en te monitoren af. Dit kan leiden tot een versoepeling van kredietstandaarden, met name wanneer de vraag naar gesecuritiseerde producten sterk is. Empirisch bewijs toont aan dat dit mechanisme in belangrijke mate heeft bijgedragen aan de groei van de subprime-hypotheekmarkt voorafgaand aan de crisis van 2007–2009 (Keys, Mukherjee, Seru, & Vig, 2008).

Complexiteit en gebrek aan transparantie

Een tweede probleem dat veelvuldig in de literatuur wordt genoemd is de toenemende complexiteit en ondoorzichtigheid van securitisatieproducten. Met name het gebruik van gelaagde structuren zoals collateralized debt obligations (CDO's) en synthetische securitisaties maakte het voor investeerders steeds moeilijker om de kwaliteit en samenstelling van de onderliggende activa te beoordelen. Dit

gebrek aan transparantie droeg bij aan het ontstaan van systeemrisico's tijdens de kredietcrisis, doordat risico's onvoldoende werden herkend en verkeerd werden geprijsd (Ashcraft & Schuermann, 2008) (Gorton & Metrick, 2009)

Procycliciteit

Daarnaast is securitisatie sterk procyclisch van aard. In perioden van hoogconjunctuur neemt de uitgifte van securitisaties aanzienlijk toe, waardoor de kredietverlening verder wordt gestimuleerd. Tijdens neergaande conjuncturen droogt de markt daarentegen snel op, waardoor kredietverlening krimpt en schokken in het financiële systeem worden versterkt. Dit patroon werd duidelijk zichtbaar tijdens de financiële crisis van 2007–2009, toen de securitisatiemarkt vrijwel volledig tot stilstand kwam (Beccalli, Boitani, & Di Giuliantonio, 2012). Adrian & Shin (2008) laten zien dat de leverage van banken en andere financiële instellingen een sterk procyclisch patroon vertoonde, waarbij securitisatie een belangrijke rol speelde in de kredietboom voorafgaand aan de crisis. Volgens Shin (2009) maakte deze afhankelijkheid van securitisatie en andere marktfundingmechanismen banken extra kwetsbaar toen liquiditeit opdroogde.

Informatie-asymmetrie en adverse selection

Een ander nadeel dat in de literatuur uitgebreid wordt besproken, betreft informatie-asymmetrie tussen originators en investeerders. Banken beschikken doorgaans over betere informatie over de kwaliteit van hun leningen dan externe beleggers, waardoor het risico op adverse selection toeneemt. Empirisch onderzoek laat zien dat banken relatief vaker hoogwaardige leningen securitiseren om lagere financieringskosten te realiseren, terwijl risicovollere leningen in de portefeuille achterblijven (DeMarzo, 2003). Voor investeerders betekent dit dat zij worden blootgesteld aan portefeuilles waarvan de risico's niet altijd volledig en correct zijn ingeschat.

De rol van rating agencies

Ook de rol van rating agencies is onderwerp van stevige kritiek. Doordat kredietbeoordelaars werden betaald door de uitgevende partijen, ontstonden belangenconflicten die leidden tot systematisch te hoge kredietbeoordelingen van gesecuritiseerde producten, waaronder subprime mortgage-backed securities (MBS) en CDO's. Dit resulteerde in een misallocatie van kapitaal en een structurele onderschatting van de risico's in de markt (Pagano & Volpin, 2012).

Liquiditeits- en marktrisico's

Hoewel securitisatie in beginsel is ontworpen om activa meer liquide en verhandelbaar te maken, blijkt de secundaire markt in tijden van stress vaak snel op te drogen. Dit leidt ertoe dat securitisatieproducten in crisissituaties illiquide worden en moeilijk verhandelbaar blijken (Brunnermeier, 2009). Bovendien kan securitisatie door banken worden gebruikt als instrument voor regulatoire arbitrage: door risico's kunstmatig te verschuiven of kapitaalvereisten te omzeilen, ontstaat een scheef beeld van de werkelijke financiële positie. Dit resulteert in te lage kapitaalbuffers en een grotere kwetsbaarheid van het financiële systeem als geheel (Acharya & Schnabl, 2010).

2.4.5 Samenvatting en deelconclusie

De literatuur over securitisatie laat een duidelijke ontwikkeling in motivaties zien. Vroege studies benadrukten vooral de economische voordelen in termen van risicoreductie, efficiëntie en financiering. In de jaren negentig en daarna verschoof de aandacht naar vier centrale motieven: financiering en

liquiditeit, risicotransfer, winstoptimalisatie en kapitaalbeheer. Empirisch onderzoek in de jaren 2000 laat zien dat securitisatie vooral wordt gedreven door een combinatie van financierings- en liquiditeitsvoordelen, risicobeheer en schaalvoordelen, en in mindere mate door regulatorisch kapitaal-arbitrage.

Tegelijkertijd spelen bankkarakteristieken (zoals omvang, winstgevendheid en liquiditeit) en bredere marktfactoren een doorslaggevende rol in de mate waarin banken securitiseren. Bovendien blijkt dat securitisatie niet alleen een instrument is om risico's te verlagen, maar ook kan bijdragen aan een hogere risicoblootstelling wanneer banken dit instrument strategisch inzetten om risicovollere activiteiten te financieren.

Samenvattend kan worden gesteld dat securitisatie een multifunctioneel instrument is dat banken in staat stelt om balansbeheer, financiering, risicodeling en winstoptimalisatie te combineren. De specifieke motivatie hangt sterk af van de institutionele context, de regulatorische omgeving en de economische positie van de bank. Daarmee vormt securitisatie zowel een middel tot stabiliteit en efficiëntie, als een bron van toegenomen complexiteit en risico in het financiële systeem.

De academische literatuur laat zien dat securitisatie naast voordelen ook aanzienlijke risico's en nadelen met zich meebrengt. De verzwakte prikkels tot kredietselectie, de complexiteit en ondoorzichtigheid van gesecuritiseerde producten, de procyclische dynamiek, de aanwezigheid van informatie-asymmetrie en belangenconflicten bij rating agencies, evenals liquiditeits- en regulatorische risico's, maken duidelijk dat securitisatie niet louter een instrument van efficiëntie en risicospreiding is. Integendeel, wanneer transparantie, prikkelstructuren en regulering tekortschieten, kan securitisatie bijdragen aan het ontstaan van substantiële systeemrisico's die de stabiliteit van het gehele financiële stelsel bedreigen.

3 Regulering en toezichthouders

3.1 Knelpunten in het Europese securitisatiekader

De Europese Bankenfederatie (EBF) stelt dat de Europese securitisatiemarkt onderontwikkeld blijft, ondanks hervormingen zoals de Securitisation Regulation (2017/2402) en de introductie van het STS-label (Simple, Transparent and Standardised). Banken benutten securitisatie nog onvoldoende als instrument voor kapitaalvrijmaking en risicospreiding, voornamelijk omdat bepaalde onderdelen van het regelgevend kader volgens de sector te beperkend of onevenredig zijn ingericht. In haar position paper noemt de EBF vier kernpunten die dringend herziening behoeven.

1. Kapitaal-nonneutraliteit

Het grootste probleem is volgens de EBF de kapitaal-nonneutraliteit van securitisaties. In de huidige regelgeving vereisen gesecuritiseerde activa hogere kapitaalbuffers dan niet-gesecuritiseerde activa. Dit maakt securitisatie economisch onaantrekkelijk, ondanks dat het STS-raamwerk inmiddels belangrijke risico's heeft verminderd. De EBF bepleit een herziening van de kapitaalformules, met name de zogeheten *p-factor*, zodat de kapitaallasten beter aansluiten bij het feitelijke risicoprofiel van eenvoudige, transparante securitisaties (EBF, 2021).

2. Complexiteit en fragmentatie van Significant Risk Transfer (SRT)

Het proces rondom Significant Risk Transfer (SRT) is volgens de EBF onnodig ingewikkeld en onvoldoende geharmoniseerd tussen verschillende toezichthouders. Banken ervaren hierdoor onzekerheid over de erkenning van risicotransfer, wat securitisatieprojecten vertraagt of ontmoedigt. De EBF pleit voor meer uniforme SRT-criteria en duidelijke richtsnoeren vanuit de EBA, zodat marktdeelnemers zekerheid hebben over de prudentiële behandeling van hun transacties (EBF, 2021).

3. De impact van de Liquidity Coverage Ratio (LCR)

Onder de Liquidity Coverage Ratio (LCR) krijgen securitisaties slechts in zeer beperkte mate de status van High Quality Liquid Assets (HQLA). Dit vermindert hun aantrekkelijkheid voor banken en investeerders die behoefte hebben aan liquide buffers. De EBF stelt dat STS-securitisaties met een bewezen lage risicograad en transparantiecriteriën beter zouden moeten kwalificeren als HQLA, zodat securitisatie aantrekkelijker wordt als liquiditeitsinstrument (EBF, 2021).

4. Zwaarte van disclosure-eisen

Tot slot signaleert de EBF dat de informatie- en rapportageverplichtingen voor securitisatie disproportioneel zijn. Banken moeten uitgebreide, vaak overlappende datasets publiceren via gestandaardiseerde templates. Dit legt aanzienlijke operationele lasten op en kan Europese instellingen op achterstand zetten ten opzichte van niet-EU concurrenten. De EBF pleit daarom voor vereenvoudiging en harmonisatie van disclosure-eisen, waarbij proportionaliteit wordt toegepast afhankelijk van de aard en omvang van de transactie (EBF, 2021).

Deelconclusie

Volgens de EBF is het succes van securitisatie in Europa afhankelijk van het economisch rendement voor banken en investeerders. De huidige regulering ontmoedigt echter gebruik, doordat kapitaaleisen te zwaar zijn, SRT-processen onduidelijk, LCR-behandeling beperkt en disclosure-verplichtingen te

belastend. Een herziening van deze knelpunten zou securitisatie weer aantrekkelijk kunnen maken, waardoor banken meer kredietruimte creëren voor de reële economie en de securitisatiemarkt in lijn wordt gebracht met de doelstellingen van de Capital Markets Union.

3.2 Basel-akkoorden en hun impact op kapitaaleisen

Basel-akkoorden

Het Bazels Comité voor Banktoezicht werd opgericht in 1974 na de ondergang van Bankhaus Herstatt in Duitsland, die liet zien hoe kwetsbaar het internationale bankensysteem was. Centrale bankiers van de G10-landen wilden hiermee de kwaliteit van toezicht verbeteren en een internationaal overlegplatform creëren. Het secretariaat kwam bij de Bank for International Settlements (BIS) in Bazel, waar het comité sindsdien regelmatig bijeenkomt. In de loop der tijd groeide het uit tot een wereldwijd netwerk van toezichthouders. Vanaf 1975 heeft het comité verschillende internationale normen ontwikkeld, waarvan de bekendste de Basel-akkoorden zijn (Basel I, II, III en inmiddels IV). Deze akkoorden bepalen hoeveel eigen vermogen banken moeten aanhouden en hoe zij risico's meten, om zo de stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen (BIS, 2025).

Basel I

Nadat de basis was gelegd voor het toezicht op internationaal actieve banken, verschoof de aandacht van het Comité al snel naar kapitaaladequaatheid. Begin jaren tachtig, bij het uitbreken van de Latijns-Amerikaanse schulden crisis, nam de bezorgdheid toe dat de kapitaalratio's van de grote internationale banken verslechterden terwijl de wereldwijde risico's juist groter werden. Met steun van de gouverneurs van de G10 besloten de Comitéleden de uitholling van de kapitaalnormen binnen hun bankstelsels te stoppen en te streven naar meer onderlinge convergentie in de meting van kapitaaladequaatheid. Dit mondde uit in een breed gedragen consensus over een gewogen benadering voor de meting van risico's, zowel op als buiten de balans van banken.

Binnen het Comité bestond een sterk besef dat een multinationaal akkoord nodig was om de stabiliteit van het internationale bankensysteem te versterken en om concurrentievervalsing, veroorzaakt door verschillen in nationale kapitaaleisen, weg te nemen. De G10-gouverneurs keurden een kapitaalmeetsysteem goed dat in juli 1988 onder de naam Basel Capital Accord aan de banken werd gepresenteerd (BIS, 2025).

Het Akkoord uit 1988 stelde een minimumratio vast van 8 % kapitaal ten opzichte van risicogewogen activa, te realiseren uiterlijk eind 1992. Uiteindelijk werd dit raamwerk niet alleen ingevoerd in de lidstaten, maar praktisch in alle landen met internationaal actieve banken. In september 1993 bevestigde het Comité dat banken uit de G10 met substantiële internationale activiteiten aan de minimumeisen voldeden.

Het Basel I-akkoord werd in de jaren '90 stapsgewijs aangepast. In 1991 en 1995 werden verduidelijkingen en uitbreidingen toegevoegd rond voorzieningen en netting (schulden en vorderingen tussen dezelfde partijen mogen tegen elkaar worden weggestreept) van derivaten. Vanaf 1996 werd het raamwerk uitgebreid met marktrisico's, waarbij banken kapitaal moesten aanhouden voor risico's uit valuta, obligaties, aandelen en derivaten. Voor het eerst mochten zij daarbij ook interne modellen (Value-at-Risk) gebruiken, onder strikte voorwaarden.

Het classificatiesysteem voor bankactiva deelt de bezittingen van een bank in vijf risicocategorieën in, met wegingspercentages van 0%, 10%, 20%, 50% en 100%. De indeling in deze categorieën hangt af van het type schuldenaar, zoals hieronder weergegeven (CFI, 2025).

Figuur 5 classificatiesysteem voor bankactiva

0% Risk Category	10% Risk Category	20% Risk Category	50% Risk Category	100% Risk Category
• Cash, government debt, central bank debt, and the debt of governmental departments or organizations	• Central bank debt of countries with high inflation in the recent past	• Development bank debts, OECD bank debt, non-OECD bank debt under one year of maturity, and non-OECD public sector debt	• Residential mortgages	• Private sector debt, non-OECD bank debt with maturity over a year, real estate, plant and equipment, and capital instruments issued at other banks.

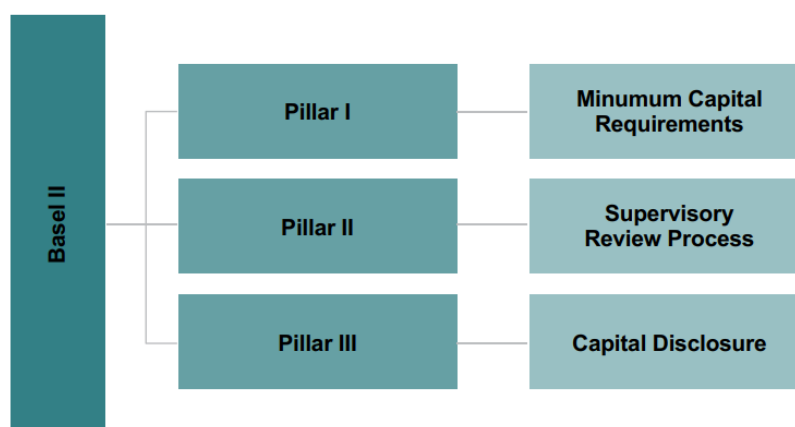
Bron: CFI, 2025

Basel II

In juni 1999 publiceerde het Comité een voorstel voor een nieuw kapitaalraamwerk ter vervanging van het Akkoord van 1988. Dit mondde uit in de herziene regels die in juni 2004 verschenen en tegenwoordig bekendstaan als “Basel II” (BIS, 2025). Het raamwerk rust op drie pijlers:

- **Pijler I** → Minimum kapitaaleisen: Banken moeten kapitaal aanhouden bij krediet-, markt- en operationeel risico. Hierbij wordt het risicogewogen activumodel verfijnd om de berekening risicogevoeliger te maken.
- **Pijler II** → Toezicht en beoordeling: Toezichthouders bekijken of banken voldoende kapitaal houden om alle risico's adequaat te dekken, en kunnen hier interventies op instellen.
- **Pijler III** → Marktdiscipline via transparantie: Transparantie van informatie richting publieke marktpartijen (zoals investeerders) zorgt voor verantwoordelijkheid en vooruitziende risicobeoordeling.

Figuur 6 Drie pilaren onder Basel II



Bron: The World Bank Group, 2018

Doel van Basel II was dat de kapitaaleisen beter zouden aansluiten bij de onderliggende risico's en bij de financiële innovaties van de voorgaande jaren. Banken werden zo gestimuleerd hun risicometing

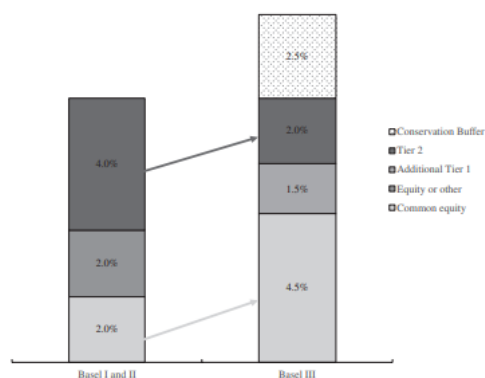
en-beheersing verder te verbeteren. Hoewel de minimumkapitaalratio (8%) behouden blijft zoals onder Basel I, maakt Basel II maatstaven voor risicogewogen activa veel gevoeliger. Dat betekent dat risicovollere activa nu zwaarder meetellen, terwijl minder risicovolle activa kapitaalefficiënter worden gewaardeerd

Basel III

Basel III, gepubliceerd in 2010 en gefaseerd ingevoerd vanaf 2013, was een directe reactie op de financiële crisis van 2007–2009. Het raamwerk had als doel het bankwezen robuuster te maken door:

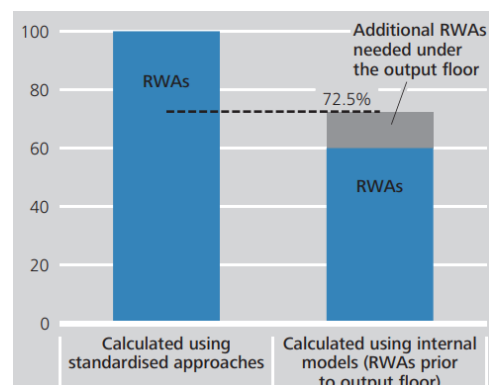
1. Strengere kapitaaleisen: hogere minimum CET1-ratio's en de introductie van een kapitaalconserveringsbuffer (2,5% van RWA).
2. Leverage ratio: een niet-risicogewogen kapitaaleis om buitensporige hefboomfinanciering te beperken.
3. Liquiditeitseisen: introductie van de Liquidity Coverage Ratio (LCR) en de Net Stable Funding Ratio (NSFR) om liquiditeitsrisico's beter te beheersen.
4. Kapitaalbuffers voor systeembanken: extra eisen voor Global Systemically Important Banks (G-SIBs).

Figuur 7 Basel kapitaal vereisten



Bron: International Monetary Fund

Figuur 8 minimumeis voor risicogewogen activa (output floor)



Bron: BIS

Het doel van Basel III was niet alleen kapitaalversterking, maar ook het vergroten van de weerbaarheid van banken tegen schokken in liquiditeit en funding (BCBS, 2011).

Basel IV

Hoewel de term “Basel IV” formeel niet door het Basel Committee wordt gebruikt, wordt deze in de literatuur en praktijk vaak gehanteerd voor de hervormingen die vanaf 2017 werden aangekondigd als afronding van Basel III.

De hervormingen beoogden vooral de variabiliteit in RWA te beperken. Onder Basel II en Basel III waren verschillen ontstaan in de RWA-berekeningen van banken die dezelfde portefeuilles aanhielden. Dit tastte de vergelijkbaarheid en geloofwaardigheid van kapitaalratio's aan.

De belangrijkste hervormingen van Basel IV zijn:

1. Output floor: een minimumdrempel voor RWA-berekeningen onder IRB. Banken moeten minstens 72,5% van het RWA berekend onder de Standardised Approach aanhouden, ongeacht de uitkomst van hun interne modellen (Basel Committee, 2017).
2. Beperkingen op IRB: banken mogen de Advanced IRB-benadering niet meer toepassen op bepaalde portefeuilles, zoals die van grote ondernemingen of banken. Dit moet modelrisico beperken.
3. Herziening van de SA: meer granulariteit en risicogevoeligheid, onder andere voor vastgoedleningen en derivaten.
4. Aanpassing operationeel risico: vervanging van interne modellen door een gestandaardiseerde benadering.

Met deze hervormingen wil Basel IV zorgen voor meer transparantie, minder modelafhankelijkheid en een gelijk speelveld tussen banken.

3.2.1 Risk-Weighted Assets (RWA)

Risk-weighted assets (RWA) verwijzen naar de totale activa van een bank, gewogen naar het risico dat eraan verbonden is. Het onderliggende idee is dat niet alle activa hetzelfde risico dragen: een staatsobligatie uitgegeven door een land met een hoge kredietwaardigheid kent een lager risico dan een ongedekte bedrijfslening aan een onderneming met een lage rating.

De kapitaaleisen voor banken worden berekend als een percentage van hun RWA. Onder Basel III geldt bijvoorbeeld dat banken een Common Equity Tier 1 (CET1) ratio van ten minste 4,5% van hun RWA moeten aanhouden, naast extra buffers (Bank for International Settlements, 2011). Dit betekent dat een lagere berekening van RWA direct resulteert in lagere kapitaaleisen.

De bepaling van RWA kan plaatsvinden volgens twee benaderingen: de Standardised Approach (SA) en de Internal Ratings-Based (IRB) approach.

3.2.2 Standardised Approach (SA)

De Standardised Approach (SA) is de meest eenvoudige en voorgeschreven methode voor de berekening van RWA. Hierbij worden vaste risicowegingen toegepast die door de toezichthouder zijn vastgesteld. Bijvoorbeeld:

- Staatsobligaties met een hoge kredietrating krijgen een risicoweging van 0%.
- Hypothecaire leningen aan huishoudens kennen doorgaans een wegingsfactor van 35%.
- Bedrijfsleningen hebben vaak een hogere wegingsfactor, bijvoorbeeld 100%.

De SA is eenvoudig en transparant, maar wordt bekritiseerd omdat zij geen rekening houdt met de werkelijke risicoprofielen van leningen en debiteuren (Basel Committee, 2017). Daardoor kan de methode leiden tot over- of onderschatting van risico's.

3.2.3 Internal Ratings-Based (IRB) Approach

De IRB-benadering geeft banken de mogelijkheid hun eigen interne risicomodellen te gebruiken om RWA te berekenen. Banken schatten hierbij zelf kernparameters zoals:

- Probability of Default (PD): de kans dat een debiteur in gebreke blijft.
- Loss Given Default (LGD): het verliespercentage dat optreedt bij wanbetaling.

- Exposure at Default (EAD): het bedrag waaraan de bank is blootgesteld bij wanbetaling. Met deze schattingen kunnen banken hun risicogewichten verfijnen en kapitaalbeslag verlagen voor debiteuren die in de praktijk relatief veilig zijn. Dit stimuleert risico gebaseerd kredietbeheer en kan efficiëntie bevorderen.

Er bestaan twee varianten:

- Foundation IRB (F-IRB): banken schatten enkel PD, terwijl andere parameters (LGD, EAD) door toezichthouders worden vastgesteld.
- Advanced IRB (A-IRB): banken mogen alle parameters zelf schatten, mits hun modellen voldoen aan strikte toezichtseisen.

Hoewel IRB verfijnder is dan SA, is de methode ook complexer en vatbaar voor modelrisico: banken kunnen prikkels hebben om modellen zo te kalibreren dat RWA en daarmee de kapitaaleisen kunstmatig laag uitvallen (Le Leslé & Avramova, 2012).

3.3 CRR/CRD

Het prudentieel toezicht binnen de Europese bankensector wordt vormgegeven door de Capital Requirements Regulation (CRR) en de Capital Requirements Directive (CRD), tezamen bekend als het CRD IV/CRR-pakket. De CRR is een verordening met rechtstreekse werking die bindende regels bevat met betrekking tot kapitaalvereisten, liquiditeitsratio's, leverage en rapportageverplichtingen voor banken en beleggingsondernemingen in de EU. De CRD, daarentegen, betreft een richtlijn die door lidstaten via nationaal recht moet worden geïmplementeerd en legt de nadruk op toezichtmechanismen, governance, toegang tot bankactiviteiten en aanvullende kapitaalbuffers. Gezamenlijk zorgen CRR en CRD voor de transpositie van het internationale Basel III-raamwerk in Europese wetgeving, teneinde de veerkracht en stabiliteit van het financiële stelsel te versterken (DNB, 2025)

3.4 Significant Risk Transfer (SRT)

Een cruciale voorwaarde voor de kapitaalontlasting van synthetische securitisaties is de erkenning van significant risk transfer (SRT). Volgens de CRR (art. 243–244) mag een bank pas kapitaalvoordelen boeken wanneer overtuigend kan worden aangetoond dat een substantieel deel van het kredietrisico bij investeerders ligt. De ESRB benadrukt dat toezichthouders zoals de ECB en DNB in de praktijk zeer kritisch zijn in hun beoordeling van SRT, omdat verkeerde toepassing kan leiden tot onderschatting van kapitaalvereisten (ESRB, 2025)

Sinds de inwerkingtreding van Verordening (EU) 2021/557 is het mogelijk dat synthetische securitisaties ook de STS-status (Simple, Transparent, Standardised) verkrijgen. Hiervoor gelden specifieke criteria, waaronder:

- uniforme en eenvoudige structuur,
- uitgebreide transparantievereisten,
- streng toezicht op de kwaliteit van kredietbescherming.

De ESRB merkt op dat de introductie van STS voor synthetische securitisaties de markt een aanzienlijke impuls heeft gegeven, omdat banken nu met meer zekerheid kapitaalvoordelen kunnen behalen onder een duidelijk gereguleerd kader (ESRB, 2025).

Significant Risk Transfer (SRT) is een instrument binnen de Europese securitisatiemarkt dat banken in staat stelt om substantiële kredietrisico's van hun balansen te verplaatsen naar externe investeerders. Door deze overdracht kunnen banken hun risicogewogen activa (RWA's) verlagen en daarmee regulatorisch kapitaal vrijmaken. Het mechanisme is sinds de jaren negentig in gebruik, maar heeft vooral in de laatste tien jaar een belangrijke plaats gekregen in het kapitaalbeheer van Europese grootbanken. Het ESRB wijst erop dat SRT inmiddels een structureel onderdeel vormt van de kapitaalstrategie van banken, naast traditionele instrumenten zoals aandelenkapitaal en Additional Tier 1-instrumenten (ESRB, 2023).

Definitie en werking van SRT

SRT verwijst naar transacties waarin banken kredietrisico's op een gedefinieerd deel van hun leningportefeuille doorgeven aan investeerders, doorgaans via synthetische securitisaties. Hierbij blijven de activa juridisch en economisch op de balans, maar wordt het risico afgedekt via garanties of derivaten, zoals credit default swaps. Dit verschilt van een true sale securitisatie, waarbij activa daadwerkelijk worden overgedragen aan een special purpose vehicle (SPV) (ESRB, 2023).

Het kapitaalvoordeel ontstaat doordat banken na SRT alleen nog kapitaal hoeven aan te houden tegen de tranches die zij zelf behouden (meestal senior tranches met lage risicogewichten en soms een dunne junior tranche). Het commensurateness principle is hierbij essentieel: de hoeveelheid kapitaalbeslag die vervalt mag nooit groter zijn dan de omvang van het risico dat daadwerkelijk wordt overgedragen (ESRB, 2023).

Het Europese regelgevend kader voor SRT is vastgelegd in de Capital Requirements Regulation (CRR) (artikelen 244 en 245). Banken moeten aantonen dat er daadwerkelijk sprake is van substantiële risicotransfer door:

- Mechanische testen: in een drie-tranche structuur moet ten minste 50% van de mezzanine-RWA's worden verkocht; in een twee-tranche structuur minstens 80% van de first-loss positie.
- Commensurateness test: het kapitaalvoordeel mag niet groter zijn dan de hoeveelheid risico die is overgedragen.

Daarnaast kunnen banken gebruik maken van een permissions-based approach, waarbij toezichthouders beoordelen of interne risicobeheerprocedures voldoende waarborgen bieden. Het toezicht wordt in de eurozone uitgevoerd door de Single Supervisory Mechanism (SSM). De Europese Bankautoriteit (EBA) heeft met haar richtsnoeren uit 2017 en 2020 verduidelijking gebracht in de toepassing van SRT-criteria, waardoor meer voorspelbaarheid is ontstaan voor banken en investeerders (ESRB, 2023).

Kritische kanttekeningen

Hoewel SRT kapitaalvrijmaking en risicodiversificatie mogelijk maakt, wijst de ESRB op enkele risico's:

- De markt is cyclisch: in crisistijden kan de vraag van investeerders wegvallen.
- Het kapitaalvoordeel is tijdelijk en afhankelijk van de kredietkwaliteit van de onderliggende portefeuille. Verslechtering van die kwaliteit kan ertoe leiden dat de kapitaalbesparing weer verdwijnt.
- De bespoede aard van transacties maakt de markt relatief illiquide en beperkt de verhandelbaarheid.

Daarom is effectief toezicht van groot belang om te waarborgen dat SRT transacties echte risicotransfer realiseren en niet enkel worden gebruikt als kapitaaloptimalisatie zonder onderliggende stabiliteitswinst.

Conclusie

SRT is uitgegroeid tot een essentieel instrument in het kapitaalbeheer van Europese banken. Het stelt hen in staat om RWA's te verlagen, kapitaal vrij te maken voor nieuwe kredietverlening en risico's te spreiden naar een bredere investeerdersbasis. Tegelijkertijd brengt de markt nieuwe uitdagingen met zich mee, zoals complexiteit, illiquiditeit en de noodzaak tot strikte toezichtspraktijken. Voor Nederland, waar grootbanken een dominante rol spelen in kredietverlening aan de reële economie en met name vastgoed, biedt SRT kansen om kapitaalruimte te behouden zonder de kredietstroom af te knipen.

3.5 Simple, Transparent and Standardised (STS)

De kredietcrisis van 2007–2008 maakte duidelijk dat securitisatie in zijn toenmalige vorm, vaak complex, gelaagd en onvoldoende transparant, substantieel bijdroeg aan de verspreiding van systeemrisico. In reactie hierop introduceerde de Europese Unie in 2017 de Securitisation Regulation (EU) 2017/2402 (SR), die sinds januari 2019 van kracht is (Europese Unie, 2017). Het doel van deze verordening is het herstel van vertrouwen in de securitisatiemarkt door middel van een geharmoniseerd regelgevend kader dat eenvoud, transparantie en standaardisatie centraal stelt.

Kern van de SR is de introductie van het STS-label (Simple, Transparent and Standardised securitisation). Dit raamwerk kwalificeert securitisaties die voldoen aan strikte eisen met betrekking tot de kwaliteit van de onderliggende activa, risicobeheer, contractvoorwaarden en informatieverstrekking. Door investeerders zekerheid te bieden over de transparantie en eenvoud van deze producten, wil de EU securitisatie opnieuw positioneren als een stabiel financieringsinstrument dat bijdraagt aan de kredietverlening in de reële economie, zonder de financiële stabiliteit te ondermijnen (ESMA, 2025).

Een securitisatie kan alleen de STS-status verkrijgen indien aan drie hoofddoelstellingen wordt voldaan:

- Simplicity: geen gebruik van complexe structuren of resecuritisaties; de pool van activa moet homogeen en duidelijk afgebakend zijn.
- Transparency: uitgebreide openbaarmaking van de onderliggende activa, kasstromen en risico's via gestandaardiseerde templates en securitisation repositories.
- Standardisation: uniforme contractuele voorwaarden, gestandaardiseerde documentatie en een verplichte risk retention van minimaal 5% door de originator, om belangenverstrengeling te voorkomen (Europese Unie, 2017).

De naleving van deze criteria wordt gecontroleerd door nationale toezichthouders (zoals DNB en de AFM) en de Europese toezichthoudende autoriteiten (ESMA, EBA en EIOPA). Daarnaast houdt ESMA een publiek register bij waarin alle erkende STS-transacties worden opgenomen (ESMA, 2025).

Het STS-securitisatiekader

De kredietcrisis van 2007–2008 liet zien dat securitisatie, vooral in complexe en slecht doorzichtige vormen, heeft bijgedragen aan systeemrisico. Om securitisatie opnieuw op verantwoorde wijze te positioneren, introduceerde de EU in 2017 de Securitisation Regulation (Europese Unie, 2017), waarmee een uniform juridisch kader werd ingevoerd. Centraal hierin staat het STS-raamwerk (Simple, Transparent and Standardised securitisation), dat securitisatie transparanter en eenvoudiger moet maken en tegelijkertijd bijdraagt aan financiële stabiliteit (ESMA, 2025).

Kapitaalbehandeling van STS in CRR

In de Capital Requirements Regulation (CRR) is vastgelegd dat STS-transacties onder gunstigere kapitaalvereisten vallen. Senior-tranches van STS-securitisaties krijgen lagere risicogewichten dan niet-STS-transacties. Daarnaast geldt een lagere p-factor (0,5) voor STS ten opzichte van 1,0 voor niet-STS en 1,5 voor resecuritisaties. Dit is bedoeld om securitisatie niet volledig kapitaalneutraal te maken, maar wel eenvoud en transparantie te belonen (Europese Unie, 2013).

Uitbreiding naar synthetische securitisaties

Met de wijzigingsverordening (EU) 2021/557 werd het STS-label uitgebreid naar synthetische securitisaties, waarbij kredietrisico via contractuele instrumenten (zoals credit default swaps) wordt overgedragen, terwijl de activa op de balans blijven. Dit is voor banken aantrekkelijk om kapitaal vrij te maken zonder activa te verkopen. De European Banking Authority (EBA) publiceerde in 2024 richtsnoeren die verduidelijken hoe de STS-criteria moeten worden toegepast op synthetische transacties (EBA, 2024).

Macroprudentiële overwegingen

Hoewel STS bedoeld is om securitisatie te stimuleren, benadrukt de European Systemic Risk Board (ESRB) dat deze markt cyclisch en kwetsbaar blijft. In tijden van economische groei kan de markt sterk toenemen, maar tijdens crises droogt zij vaak op. De ESRB waarschuwt daarom dat kapitaalvereisten voor STS niet te laag mogen worden vastgesteld en adviseert in rapporten uit 2020 en 2025 dat transparantie en eenvoud prioriteit moeten blijven houden (ESRB, 2025).

3.6 Toezichthoudende instanties

Het Europees Stelsel voor Financieel Toezicht (ESFS), opgericht in 2010, vormt het institutionele kader voor toezicht op de financiële sector in de EU. Het stelsel bestaat uit het Europees Comité voor Stelselrisico's (ESRB) en drie Europese toezichthoudende autoriteiten (European Supervisory Authorities, ESAs): de European Banking Authority (EBA), de European Securities and Markets Authority (ESMA) en de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). Gezamenlijk dragen zij bij aan de stabiliteit, transparantie en integriteit van de financiële markten (European Commission, 2025).

Het Europees Comité voor Stelselrisico's (ESRB) is verantwoordelijk voor het macroprudentiële toezicht op het financiële stelsel binnen de EU. Het comité richt zich op het voorkomen en beheersen van systeemrisico's die de stabiliteit van het gehele financiële systeem kunnen bedreigen. Daarbij houdt het toezicht op uiteenlopende instellingen zoals banken, verzekeraars, activabeheerders, schaduwbanken en financiële marktinfrastructuren. Wanneer risico's worden gesignaleerd, kan het ESRB waarschuwingen en aanbevelingen uitvaardigen. De oprichting van het ESRB vond plaats naar aanleiding van de financiële crisis. In 2009 adviseerde de Larosièr-groep, in opdracht van de Europese Commissie, dat toezicht niet alleen gericht moest zijn op individuele instellingen, maar ook op de stabiliteit van het systeem als geheel. Dit advies leidde tot de aanbeveling en uiteindelijke oprichting van het ESRB, met een macroprudentieel mandaat (ESRB, 2025). Voor securitisatiepraktijken van grootbanken speelt dit toezicht een belangrijke rol. Het ESRB richt zich op het signaleren en beperken van systeemrisico's die securitisatie kan veroorzaken, zoals in de financiële crisis van 2007-2009 zichtbaar werd.

De European Banking Authority (EBA) is in 2011 opgericht en zorgt voor geharmoniseerde regels en toezicht binnen de Europese bankensector. Daarnaast vertaalt de EBA internationale afspraken, zoals de Basel-akkoorden, naar Europese wetgeving (CRR/CRD) en stelt zij technische standaarden en richtlijnen op. Verder bewaakt de EBA de convergentie van toezicht door onder andere Europese stresstesten en risicoanalyses uit te voeren. Op het gebied van securitisatie speelt de EBA een sleutelrol met richtlijnen over *Significant Risk Transfer (SRT)*: banken mogen hun kapitaalvereisten alleen verlagen als daadwerkelijk voldoende risico is overgedragen aan derden. Daarmee draagt de EBA bij aan een stabiel en veerkrachtig Europees bankwezen (EBA, 2025).

Het Europees Comité voor Effecten en Markten (ESMA) is de Europese toezichthouder die zich richt op het waarborgen van de stabiliteit, integriteit en transparantie van de effectenmarkten in de EU. ESMA ziet toe op de bescherming van beleggers en het bevorderen van ordelijke financiële markten. In tegenstelling tot nationale toezichthouders heeft ESMA een expliciet mandaat om direct toezicht te houden op specifieke marktdeelnemers, zoals kredietbeoordelaars en transactieregisters, die cruciaal zijn voor de transparantie van de financiële markten (ESMA, 2025).

In Nederland vervullen De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) een complementaire rol binnen het financiële toezichtskader. Beide instellingen hebben hun taken en bevoegdheden vastgelegd in de Wet op het financieel toezicht (Wft), maar verschillen in focus en verantwoordelijkheden.

DNB is primair verantwoordelijk voor het prudentieel toezicht. Dit houdt in dat DNB de soliditeit en stabiliteit van financiële instellingen bewaakt, waaronder banken, verzekeraars en pensioenfondsen (DNB, 2025). Voor securitisaties betekent dit dat DNB erop toeziet dat banken en andere financiële instellingen voldoen aan de prudentiële vereisten die voortvloeien uit de Europese regelgeving, zoals de Capital Requirements Regulation (CRR) en de Securitisation Regulation (SR 2017/2402). In dit kader beoordeelt DNB onder meer of instellingen de juiste risicoweging hanteren, of een securitisatie daadwerkelijk leidt tot significante risicotransfer (SRT) en of de kapitaalpositie van instellingen voldoende is om schokken in de markt op te vangen (DNB, 2022).

De AFM daarentegen richt zich op het gedragstoezicht. Dit toezicht is gericht op het bevorderen van transparantie, integere marktwerking en het beschermen van beleggers (AFM, 2025). Binnen het securitisatiekader houdt de AFM toezicht op de naleving van de informatie- en rapportageverplichtingen uit de Securitisation Regulation, waaronder de openbaarmaking van transacties via de aangewezen securitisation repositories. De AFM ziet er daarmee op toe dat investeerders toegang hebben tot voldoende en betrouwbare informatie om een geïnformeerde beleggingsbeslissing te kunnen nemen, en dat marktmisbruik of misleiding wordt voorkomen (AFM, 2025).

Gezamenlijk vormen DNB en AFM een tweedelig toezichtstelsel dat zowel de stabiliteit van instellingen als de transparantie en integriteit van de markt waarborgt. Deze duale structuur is kenmerkend voor het Nederlandse toezichtmodel en sluit aan bij de bredere Europese toezichtarchitectuur onder het Europees Stelsel voor Financieel Toezicht (ESFS), waarin nationale toezichthouders samenwerken met Europese autoriteiten als de EBA, ESMA en ESRB.

4 Onderzoeksmethodologie

4.1 Onderzoeksopzet

Voor dit onderzoek is gekozen voor een kwalitatieve onderzoeksbenadering, met als doel inzicht te verkrijgen in de werking, kansen en uitdagingen van securitisatie binnen de commerciële vastgoedfinanciering. De onderzoeksaanpak bestaat uit een uitgebreide literatuur- en documentenanalyse, gecombineerd met semigestructureerde interviews met professionals uit de sector. Binnen de literatuurstudie is gebruikgemaakt van een breed scala aan bronnen. Academische studies vormen de theoretische basis, aangevuld met praktijkgerichte rapporten en marktanalyses. Zo is onder meer gebruikgemaakt van publicaties van PropertyNL om de samenstelling en dynamiek van de financiers in de Nederlandse commerciële vastgoedmarkt in kaart te brengen. Voor de analyse van de Nederlandse securitisatiemarkt is geput uit rapportages en studies van De Nederlandsche Bank (DNB), terwijl marktinformatie en trends zijn geanalyseerd op basis van rapporten van internationale advies- en onderzoeksbureaus zoals CBRE, JLL en Cushman & Wakefield. Daarnaast zijn beleidsdocumenten en statistieken van de Europese Centrale Bank (ECB) geraadpleegd om de securitisatiemarkt in Europees perspectief te duiden.

Met betrekking tot regelgeving en toezichtsraamwerken is gebruikgemaakt van bronnen van onder andere de European Securities and Markets Authority (ESMA), de ECB, de Bank for International Settlements (BIS), de European Banking Authority (EBA) en de DNB. Deze bieden de kaders waarbinnen securitisatieactiviteiten in Europa en Nederland plaatsvinden.

De literatuurstudie is aangevuld met semigestructureerde interviews met deskundigen uit verschillende disciplines binnen de financiële en vastgoedsector. Deze combinatie van theoretische inzichten, beleidsmatige kaders en praktijkervaringen maakt het mogelijk om de onderzoeksvraag vanuit meerdere invalshoeken te benaderen, waardoor zowel de diepgang als de betrouwbaarheid van de resultaten wordt vergroot.

4.2 Dataverzamelingsmethoden

4.2.1 Literatuurstudie

De literatuurstudie heeft als doel het theoretisch kader te ontwikkelen en de bestaande kennis over securitisatie en commerciële vastgoedfinanciering in kaart te brengen. Het literatuuronderzoek richt zich op het schetsen van de context, het identificeren van kennisleemten en het onderbouwen van concepten en definities. De literatuursearch is uitgevoerd via academische databanken zoals Google Scholar, aangevuld met grijze literatuur zoals rapporten van de ECB, EBA, Basel Committee on Banking Supervision en marktanalyses van toonaangevende adviesbureaus en ten slotte met behulp van jaarverslagen van de drie Nederlandse Grootbanken. Bronnen zijn beoordeeld op actualiteit, betrouwbaarheid en relevantie voor de onderzoeksvraag.

4.2.2 Kwalitatief onderzoek

Naast de literatuurstudie zijn semigestructureerde interviews gehouden met professionals die vanuit verschillende invalshoeken betrokken zijn bij securitisatie en commerciële vastgoedfinanciering. De respondenten bekleden verschillende relevante posities binnen de bancaire sector en de academische wereld, waaronder de Head of Portfolio Distribution bij Rabobank, de Director Wholesale Banking Capital Treasury bij ING Bank, de Directeur Real Estate Finance bij Rabobank, het Hoofd Kennis en Sturing

Real Estate Finance bij Rabobank, een Professor/Docent met expertise in securitisatie en financiële markten, Aart Cooman sectorspecialist Real Estate Finance bij Rabobank en Vincent Bakker Head of Structuring bij Rabobank.

De interviewmethode combineert vooraf vastgestelde hoofdthema's met de flexibiliteit om dieper in te gaan op onderwerpen die tijdens de gesprekken naar voren komen. De selectie van respondenten vond plaats via gerichte steekproeftrekking (purposive sampling), zodat uitsluitend professionals met aantoonbare kennis en ervaring op het gebied van securitisatie en commerciële vastgoedfinanciering zijn geïnccludeerd. Deze aanpak heeft het mogelijk gemaakt om zowel strategische als praktische perspectieven te belichten en, waar relevant, concrete praktijkvoorbeelden en casuïstiek uit de bancaire en vastgoedsector te integreren.

Geïnterviewden

	Naam	Functie	Organisatie
1	Thomas Wilson	Head of Portfolio Distribution	Rabobank
2	Danny Dieleman	Director Wholesale Banking Capital Treasury	ING Bank
3	Fred Huibers	Professor/Docent	HVA/ASRE
4	Peter de Bruin	Directeur Real Estate Finance	Rabobank
5	Maarten Donkers	Hoofd Kennis en Sturing Real Estate Finance	Rabobank/TIAS
6	Aart Cooman	Sectorspecialist Real Estate Finance	Rabobank
7	Vincent Bakker	Head of Structuring	Rabobank

4.2.3 Data-analyse en-verwerking

De verzamelde interviewdata zijn zorgvuldig verwerkt en geanalyseerd met behulp van Atlas.ti, een veelgebruikt softwarepakket voor kwalitatieve data-analyse. Dit programma maakt het mogelijk om grote hoeveelheden tekst systematisch te coderen, patronen te identificeren en relaties tussen thema's inzichtelijk te maken.

Alle interviews zijn volledig getranscribeerd en vervolgens geïmporteerd in Atlas.ti. Er is gewerkt met een combinatie van deductieve en inductieve codering: de eerste categorieën zijn afgeleid uit de literatuur en onderzoeksvragen (deductief), waarna ruimte is gelaten voor aanvullende thema's die door de respondenten zelf werden aangedragen (inductief).

De analyse bestond uit meerdere stappen. Allereerst zijn de transcripten open gecodeerd, waarbij tekstfragmenten werden gekoppeld aan betekenisvolle labels. Vervolgens zijn deze codes geclusterd tot subthema's en hoofdthema's, die direct aansluiten bij de centrale onderzoeksvragen en het theoretisch kader. Deze systematische aanpak maakt de interpretatie van de data transparant en herleidbaar.

Om de betrouwbaarheid van de analyse te vergroten is gebruikgemaakt van constante vergelijking: nieuwe data zijn steeds afgezet tegen bestaande codes en thema's, waardoor consistentie in de codering werd bewaakt. Daarnaast zijn de resultaten voortdurend gespiegeld aan de literatuur en marktanalyse, wat bijdraagt aan de validiteit van de bevindingen.

De toepassing van Atlas.ti en de thematische analysemethode zorgt er daarmee voor dat de kwalitatieve data niet alleen op een gestructureerde manier zijn verwerkt, maar ook dat de conclusies systematisch en onderbouwd voortkomen uit de verzamelde data.

4.2.4 Validiteit en betrouwbaarheid

In dit onderzoek is de validiteit geborgd door triangulatie: inzichten zijn gebaseerd op literatuur, marktanalyses en semigestructureerde interviews met experts uit de bancaire praktijk. Hierdoor konden theoretische concepten worden gespiegeld aan actuele praktijkervaringen. De thematische analyse, waarin vooraf gedefinieerde thema's zijn gecombineerd met categorieën die inductief uit de data naar voren kwamen, vergroot de interne validiteit doordat zowel bestaande theorie als nieuwe inzichten zijn meegenomen.

De betrouwbaarheid is versterkt door de systematische verwerking van de interviews. Alle gesprekken zijn volledig getranscribeerd en gecodeerd met behulp van Atlas.ti, waardoor de analysegang transparant en reproduceerbaar is. Daarnaast zijn de codes ontwikkeld in samenhang met de onderzoeksvragen, wat willekeurige interpretaties heeft beperkt.

Niettemin zijn er beperkingen. De steekproefomvang is relatief klein en doelgericht, waardoor de resultaten niet generaliseerbaar zijn. Ook ontbreekt kwantitatieve toetsing door de beperkte beschikbaarheid van data in de securitisatiemarkt. Dit maakt de conclusies contextgebonden, maar wel waardevol om diepgaand inzicht te krijgen in de strategische en praktische inzet van securitisatie bij Nederlandse grootbanken.

4.2.5 Afbakening en ethische aspecten

Het onderzoek richt zich op de context van commerciële vastgoedfinanciering in Nederland, met een specifieke focus op securitisatie als instrument voor kapitaalbeheer. Gegevens worden uitsluitend verzameld uit publieke bronnen en via interviews met geïnformeerde toestemming van de respondenten en data wordt vertrouwelijk opgeslagen conform de AVG-richtlijnen.

5 Marktanalyse

5.1 Commercieel vastgoed markt

De Nederlandse vastgoedmarkt heeft zich in de afgelopen jaren gekenmerkt door veerkracht, ondanks stijgende rentes, strengere financieringsvoorwaarden en toenemende regulatoire onzekerheden. In 2024 bedroeg het totale beleggingsvolume circa €9,8 miljard volgens JLL (2025), respectievelijk €11,3 miljard volgens CBRE (2025). Daarmee lag de markt nog altijd onder de piekniveaus van vóór de financiële crisis, maar vertoonde deze wel duidelijke tekenen van herstel. Voor 2025 wordt een verdere groei verwacht, waarbij de prognoses uiteenlopen van €11,6 miljard JLL (2025) tot €12,5 miljard CBRE (2025).

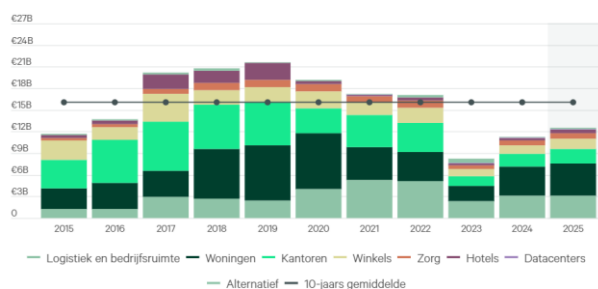
Een belangrijk kenmerk van dit herstel is de sterke rol van de woningsector als aanjager van het beleggingsvolume. In het eerste kwartaal van 2025 werd ruim €903 miljoen geïnvesteerd in woningbeleggingen, een stijging van 17% ten opzichte van dezelfde periode in 2024 (StiVad, 2025). Ook CBRE bevestigt dat de groei in Q1 2025 vrijwel volledig uit woningen afkomstig was, terwijl andere segmenten zoals logistiek vastgoed (-33%) en kantoren (-11%) juist een krimp lieten zien. Deze sectorale verschuiving weerspiegelt een bredere trend: institutionele en particuliere beleggers richten zich in toenemende mate op huurwoningen, vaak via nieuwbouwprojecten of grootschalige portefeuilles (PropertyNL, 2025).

De woningmarkt laat daarnaast een sterke prijsontwikkeling zien. Volgens het CBS stegen de huizenprijzen in 2024 met 8,77% nominaal (5,24% reëel), terwijl de stijging in april 2025 al was opgelopen tot 10,23% op jaarbasis (CBS, 2025). RaboResearch (2025) voorspelt een prijsstijging van 8,6% in 2025 en 5,7% in 2026, terwijl ook ABN AMRO (2025) een prijsstijging van circa 8% voor 2025 verwacht. Het aantal woningtransacties liet eveneens een significante toename zien: in 2024 werden circa 206.000 woningen verkocht (+13% ten opzichte van 2023), met een verdere groei richting 222.000 transacties in 2025 en 227.000 in 2026 (RaboResearch, 2025).

Het commerciële vastgoedsegment daarentegen laat een gemengd beeld zien. In Q1 2025 bedroeg het totale beleggingsvolume in commercieel vastgoed circa €2,3 miljard, een stijging van 12% ten opzichte van een jaar eerder, waarbij vooral winkels (+48%) en woningen (+9%) groei lieten zien, maar logistiek vastgoed (-33%) en kantoren (-11%) onder druk stonden (CBRE, 2025). Op de kantorenmarkt werd in Q1 2025 195.000 m² opgenomen, een stijging van 11% ten opzichte van dezelfde periode in 2024, hoewel het niveau nog onder dat van vóór de coronapandemie ligt (Cushman & Wakefield, 2025).

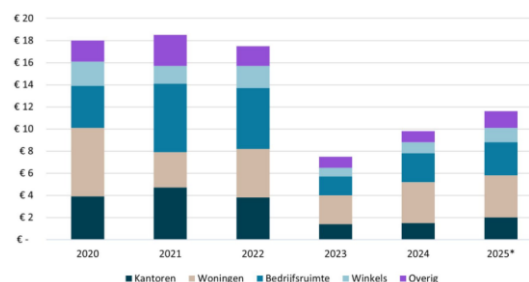
Samenvattend laat de Nederlandse vastgoedmarkt een duale dynamiek zien: enerzijds een robuuste en groeiende woningsector, waarin zowel beleggingsvolumes als prijzen sterk toenemen, anderzijds een meer gefragmenteerde commerciële vastgoedmarkt, waarin kantoren en logistiek onder druk staan door macro-economische onzekerheden en hogere financieringskosten. Deze context is van belang voor de rol van grootbanken, aangezien zij traditioneel een dominante positie innemen in de Nederlandse vastgoedfinanciering en zich geconfronteerd zien met zowel groeiende kansen in de woningmarkt als toenemende risico's in de commerciële vastgoedsector.

Figuur 9 beleggingsvolume per categorie



Bron: CBRE Research

Figuur 10 Beleggingsvolume per categorie (miljarden)



Bron: JLL

5.2 Financiers

De Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt wordt in hoge mate gedomineerd door enkele grootbanken, waarbij Rabobank Real Estate Finance (REF) in 2024 haar leidende positie verder wist te versterken. Uit het jaarlijkse onderzoek van PropertyNL blijkt dat de bank in dat jaar voor circa €7,6 miljard aan nieuwe vastgoedleningen verstrekke, een toename van 42% ten opzichte van 2023. Daarmee nam Rabobank met ruime afstand de eerste positie in op de ranglijst van grootste vastgoedfinanciers in Nederland (PropertyNL, 2025).

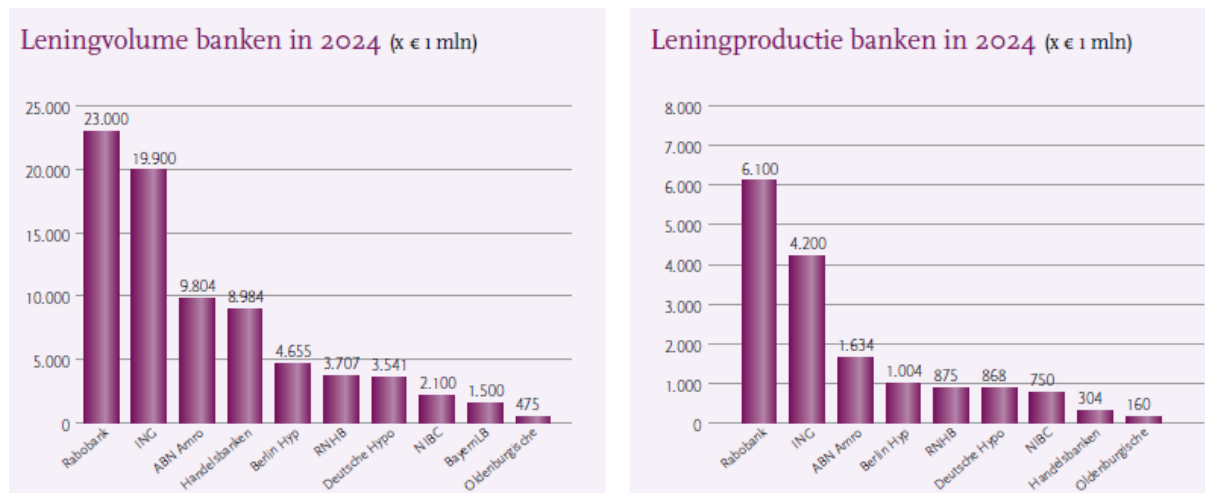
Andere banken lieten in dezelfde periode juist een duidelijke terugval zien. Zo waren Duitse banken in 2024 aanzienlijk minder actief, terwijl ABN AMRO een scherpe daling doormaakte. De bank verstrekke ruim een derde minder vastgoedleningen dan in 2023, waardoor het totaalvolume terugviel tot minder dan een half miljard euro (PropertyNL, 2025). Deze verschuiving wijst op een verdergaande concentratie van kredietverlening bij enkele dominante Nederlandse instellingen.

De groei in vastgoedfinanciering werd in belangrijke mate gedreven door de woningmarkt. Zowel institutionele als particuliere beleggers investeerden op grote schaal in huurwoningen, zowel via nieuwbouwprojecten als door de aankoop van bestaande complexen. Volgens cijfers van Savills nam het totale beleggingsvolume in woningen in 2024 met 42% toe tot ruim €15 miljard. Dit volume lag echter nog altijd lager dan het recordniveau van 2022, toen de woningbeleggingen een piek bereikten van circa €21 miljard (PropertyNL, 2025).

Opvallend is dat buitenlandse banken en beleggers hun aanwezigheid op de Nederlandse markt juist hebben teruggeschroefd. Factoren zoals stijgende financieringskosten en toenemende fiscale en regulatoire onzekerheden hebben ertoe geleid dat internationale partijen zich terughoudender opstellen. Hierdoor kregen Nederlandse banken meer ruimte om hun marktaandeel uit te breiden, hoewel internationale instellingen zoals ING, Deutsche Bank, Berlin Hyp en Volksbank nog steeds actief zijn, vaak in samenwerking met makelaars en advieskantoren (PropertyNL, 2025)..

Een bredere trend binnen de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt is de toenemende nadruk op zekerheden. Banken hanteren een terughoudender kredietbeleid en stellen strengere eisen aan beleggers, mede als gevolg van aangescherpte Basel-regelgeving en verhoogde marktrisico's. Hierdoor ontstaat een selectieproces waarin enkel partijen met voldoende kapitaal en sterke zekerheden toegang tot financiering behouden. Deze ontwikkeling kan worden gekarakteriseerd als een vorm van "survival of the fittest", waarbij kapitaalkrachtige investeerders hun positie verder versterken, terwijl kleinere en minder goed gekapitaliseerde partijen moeite hebben om financiering aan te trekken (PropertyNL, 2025).

Figuur 11: Top financiers 2025

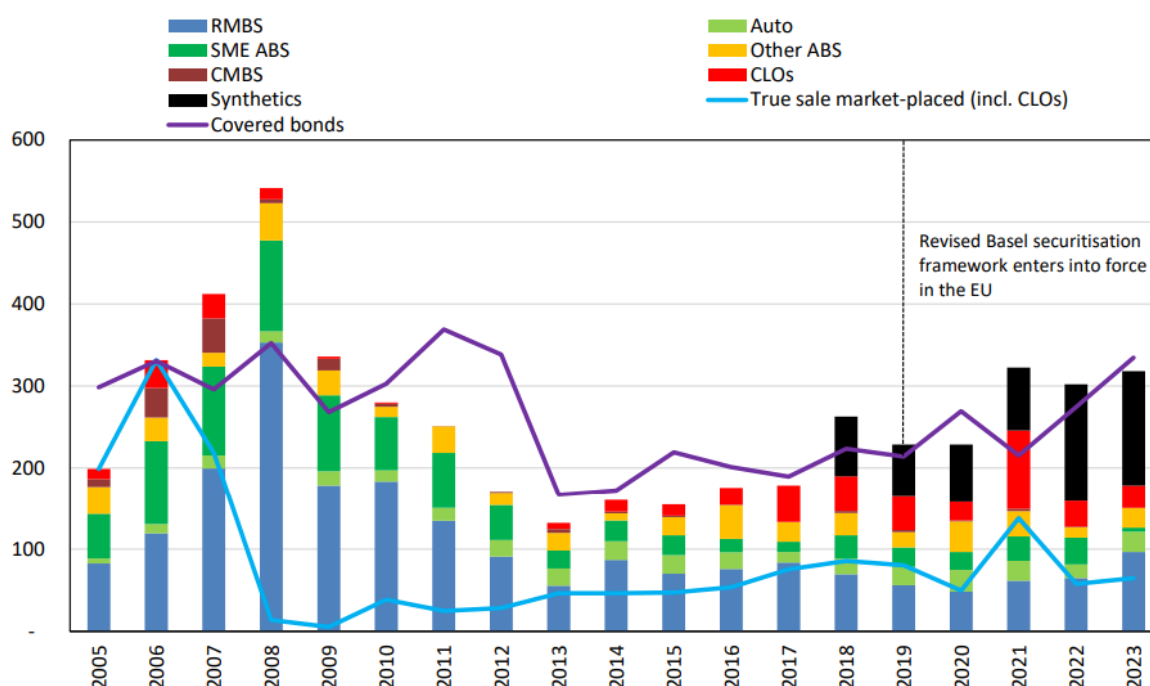


Bron: PropertyNL

5.3 Securitisiemarkt Europa

Sinds de mondiale financiële crisis hebben zich ingrijpende structurele verschuivingen voorgedaan in de manier waarop banken securitisatie inzetten voor hun financierings- en kapitaalbehoeften. Waar in 2008 nog een recordvolume van €711 miljard aan true sale-securitisaties werd uitgegeven, stortte de markt vervolgens in en stabiliseerde rond €200 miljard per jaar. Dit niveau ligt aanzienlijk lager dan in de Verenigde Staten, waar de jaarlijkse uitgifte in de periode 2013-2023 gemiddeld circa €2 biljoen bedroeg. Opvallend is dat synthetische securitisaties en covered bonds in het eurogebied de afgelopen jaren juist in opkomst zijn; in 2023 bedroeg de uitgifte hiervan €139 miljard (Walther, 2024). Banken in het eurogebied maken gebruik van covered bonds voornamelijk als instrument voor geborgde financiering, terwijl synthetische securitisaties vooral dienen voor risicotransfer en het vrijmaken van regulatorisch kapitaal. Opvallend daarbij is dat synthetische structuren de rol van traditionele securitisaties inmiddels hebben overgenomen als voorkeursinstrument voor risicotransfer. In bredere zin laat dit zien dat de Europese securitisiemarkt dynamischer is dan een analyse van enkel traditionele transacties zou suggereren (zie Figuur 7, waarin de trend van traditionele securitisaties, synthetische securitisaties en covered bonds in het eurogebied wordt weergegeven) (ECB, 2024).

Figuur 12 Uitgifte van securitisaties en covered bonds in het eurogebied (mld. EUR)



Bron: JP Morgan, Bloomberg Finance L.P., ECB Banking Supervision, European Covered Bond Council and ECB calculations
 Note: CLO issuance refers to EU ex United Kingdom. Synthetic securitisation issuance refers to issuance by significant institutions supervised by the ECB

De Nederlandse securitisatiemarkt volgde een vergelijkbaar patroon van krimp na 2007. De rol van securitisatieproducten in de Amerikaanse kredietcrisis leidde tot strengere regelgeving en terughoudendheid onder beleggers. Complexe structuren, met name rondom subprime-hypotheek, maakten risico's moeilijk inzichtelijk en creëerden perverse prikkels voor kredietverstrekkers, die beloond werden voor volumegroei in plaats van zorgvuldige kredietbeoordeling. Als reactie werden regels aangescherpt: originators moesten voortaan een deel van de risico's zelf aanhouden en investeerders hogere kapitaalbuffers aanhouden. Daarnaast maakten alternatieve financieringskanalen, zoals de goedkope TLTRO-leningen van de ECB en de opkomst van covered bonds, securitisatie minder aantrekkelijk (DNB, 2025).

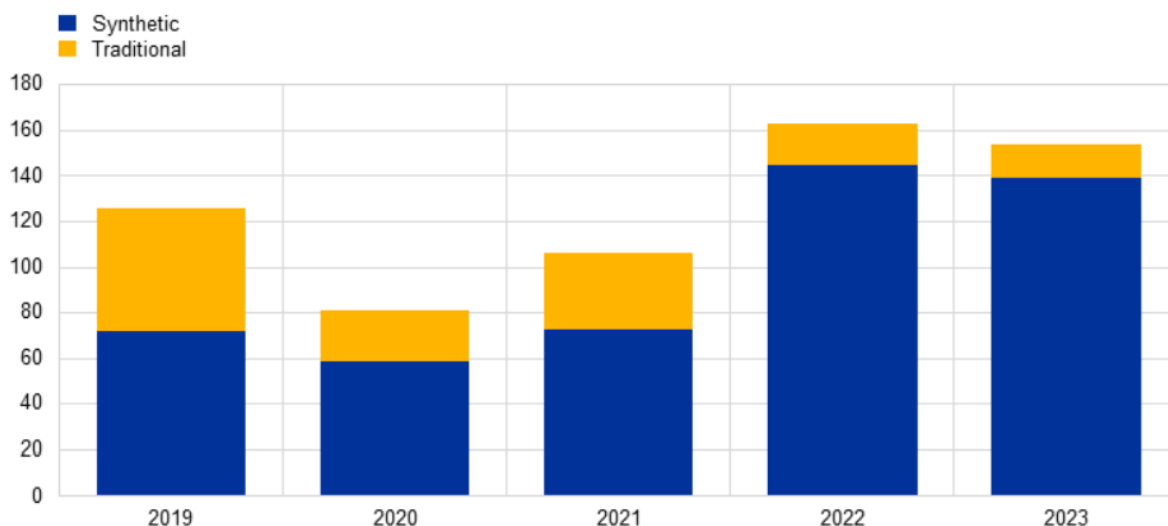
Banken hebben hun inzet van zowel securitisatie als covered bonds in de loop der tijd aangepast om deze instrumenten optimaal af te stemmen op hun financierings- en kapitaalbehoeften. Hoewel beide structuren elkaar aanvullen en enkele overeenkomsten vertonen, bestaan er ook fundamentele verschillen. Bij securitisatie wordt kredietrisico opgesplitst in tranches, waardoor beleggers in senior tranches pas verliezen lijden nadat verliezen in junior tranches volledig zijn opgevangen. Covered bonds daarentegen zijn schuldinstrumenten waarbij alle beleggers dezelfde rang hebben. Een ander onderscheid is dat securitisatie uitsluitend wordt gedekt door de onderliggende gesecuriteerde activa, terwijl covered bonds beleggers een dubbele verhaalsmogelijkheid bieden: zowel op de emittent zelf als op de onderliggende dekking. Covered bonds leveren daarnaast uitsluitend financieringsvoordelen op, waardoor zij functioneel beter te vergelijken zijn met traditionele (cash) securitisatie dan met synthetische securitisatie, die juist gericht is op risicotransfer. Vanwege het lagere risicoprofiel zijn covered bonds doorgaans goedkoper voor banken dan cash-securitisaties. De afname van cash-transacties na de mondiale financiële crisis, gecombineerd met de groei in het gebruik van synthetische

structuren en covered bonds, weerspiegelt hoe banken hun strategieën hebben geoptimaliseerd om zowel financierings- als kapitaalvoordelen te realiseren.

De sterke toename van synthetische securitisaties, veelal uitgevoerd op private markten en gericht op kapitaalverlichting, heeft ertoe geleid dat banken doorgaans een groot deel van hun eigen SRT-transacties behouden. Vooral senior tranches worden zelden in de markt geplaatst en blijven in handen van de uitgevende bank, terwijl risicovollere tranches door externe investeerders worden afgedekt. Vanuit een prudentieel perspectief brengt dit aandachtspunten met zich mee: indien de kredietkwaliteit van de onderliggende portefeuille onverwachts verslechtert, kunnen verliezen ook de bank zelf treffen als houder van de senior tranche. Daarbij geldt dat synthetische transacties doorgaans bilateraal en privaat worden uitgevoerd, wat de afwezigheid van een secundaire markt impliceert en de liquiditeit van de securitisatiemarkt beperkt. Bovendien dragen synthetische structuren die primair worden ingezet voor kapitaaloptimalisatie, en niet voor het financieren van nieuwe kredietverlening, slechts beperkt bij aan de doelstellingen van de Capital Markets Union (CMU).

In contrast hiermee heeft traditionele securitisatie (true sale) aanzienlijk minder belangstelling weten te genereren. Dit geldt in het bijzonder voor residential mortgage-backed securities (RMBS), waarvan de emissies in de EU sinds de financiële crisis scherp zijn teruggelopen. Ook de uitgifte van andere activaklassen blijft sindsdien bescheiden.

Figuur 13 Ontwikkeling van de markt voor kapitaalverlichting: transacties met presterende leningen (mld. EUR)



Bron: ECB Banking Supervision, 2024

Al met al blijkt de ontwikkeling van de Europese securitisatiemarkt complexer dan op het eerste gezicht lijkt. Om de vraag naar verdere ondersteuning van deze markt goed te kunnen beoordelen, is een integrale benadering nodig die zowel de aanbod- als de vraagzijde meeneemt. Zo blijft de investeerdersbasis momenteel beperkt en geconcentreerd bij een klein aantal niet-bancaire instellingen, waardoor het voor banken moeilijk is om senior tranches daadwerkelijk in de markt te plaatsen. De ECB pleit daarom voor een diepgaande analyse van de factoren die de bereidheid van beleggers om in securitisaties te investeren beperken.

Het regelgevend kader moet de ontwikkeling van een actieve en duurzame markt stimuleren, waarbij risico's die het functioneren kunnen ondermijnen worden vermeden. Voorbeelden hiervan zijn een te kleine en homogene investeerdersgroep, onhoudbare volumes of ondoorzichtige en complexe structuren die systeemrisico's kunnen vergroten. Daarnaast moeten toezichthouders in staat zijn om de

verwevenheden tussen banken en investeerders beter te monitoren. Dit vereist een versterkt toezichtsraamwerk, inclusief verbeterde statistieken, met name voor de sector van niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's).

In een gezonde securitisatiemarkt kunnen banken kredietverlening over de gehele conjunctuurencyclus op peil houden. De lessen van de mondiale financiële crisis maken duidelijk dat juist complexe en weinig transparante securitisaties hebben geleid tot buitensporig risicogedrag en onvoldoende due diligence door beleggers. Om herhaling daarvan te voorkomen, moet securitisatie geen bron worden van verborgen hefboomwerking of het opblazen van vastgoed- en activabubbels. Het bevorderen van eenvoudige en transparante structuren met duidelijke doelstellingen helpt bovendien om het risico van een nieuw stigma voor de markt te vermijden. Dit zou ook de procyclische dynamiek verminderen, omdat het gevaar van plotselinge kredietkrimp in neergaande conjunctuur wordt beperkt.

Een goed functionerende securitisatiemarkt kan daarnaast grensoverschrijdende activiteiten en concurrentie tussen Europese banken bevorderen. In een meer geïntegreerde kapitaalmarkt kunnen banken schaalvoordelen realiseren, efficiënter opereren en aantrekkelijkere producten in meerdere landen aanbieden. Om een pan-Europese securitisatiemarkt te realiseren, zijn verdere harmonisatie van insolventieregels en betere transparantie van financiële informatie bij ondernemingen noodzakelijk. Dit zou uiteindelijk gestandaardiseerde securitisaties van grensoverschrijdende portefeuilles mogelijk maken.

Het verlagen van kapitaaleisen voor banken is volgens de ECB daarentegen niet de juiste stimulans. Dit zou het risico vergroten dat kapitaalbuffers onvoldoende zijn en zou bovendien leiden tot afwijkingen van internationale standaarden. Zowel de ECB als de Europese toezichthouders (ESAs) benadrukken dat het prudentiële kader voor banken, bestaande uit kapitaal- en liquiditeitsregels, geen wezenlijke belemmering vormt voor de versterking van de securitisatiemarkt. Eventuele aanpassingen mogen geen risicogebieden ongedekt laten en moeten in lijn blijven met internationale afspraken.

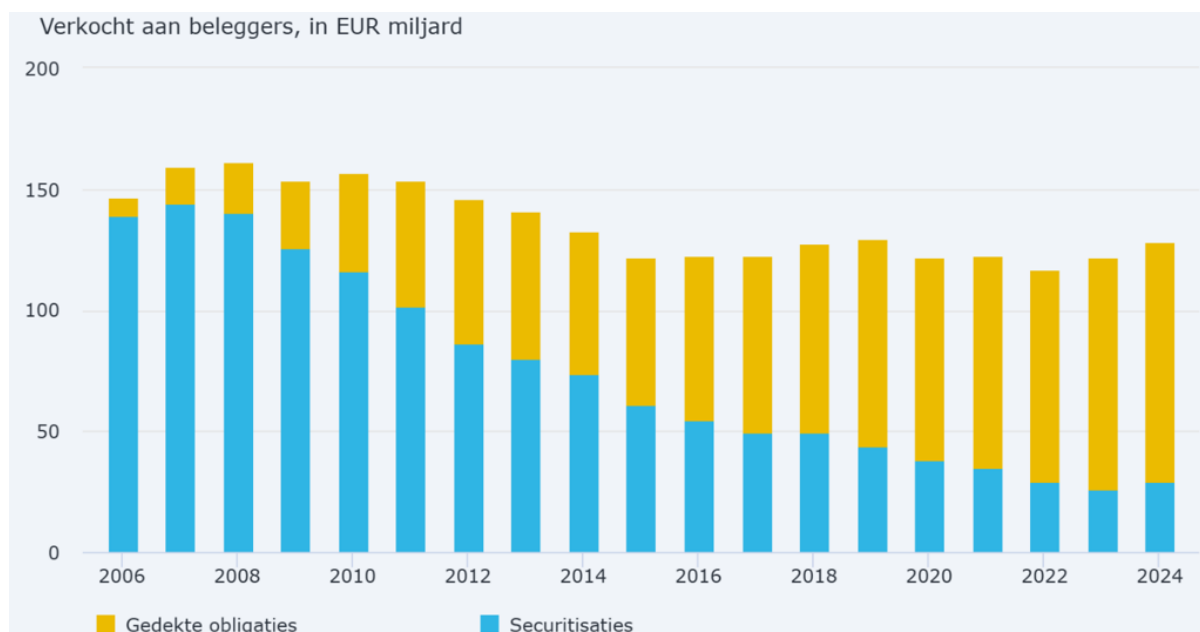
De meest impactvolle maatregel om securitisatie én de bredere Capital Markets Union (CMU) te versterken, ligt volgens de ECB in verregaande standaardisatie. Dit kan bijvoorbeeld via de ontwikkeling van een Europese platformaanpak, waarbij de marktpraktijken verder worden geharmoniseerd dan de bestaande STS-criteria. Sterk gestandaardiseerde en robuuste structuren zouden beleggers meer vertrouwen geven, de prudentiële positie van banken waarborgen en tegelijk de kosten van uitgifte en due diligence verlagen. Daarmee kan de markt dieper en liquider worden, wat een hogere plaatsing van securitisaties mogelijk maakt.

Tegelijkertijd vraagt dit ook om een herziening van bestaande elementen binnen het regelgevend kader, zoals de due diligence- en transparantie-eisen en de rol van toezicht. Een structurele hervorming moet echter breder kijken dan alleen de regelgeving: ook de fundamentele vraag- en aanbodfactoren op de markt zelf verdienen aandacht.

5.3.1 Securitisiemarkt Nederland

Na bijna twintig jaar van afname is het volume van Nederlandse securitisaties dat in 2024 aan beleggers is verkocht weer duidelijk toegenomen, zo blijkt uit recente gegevens van DNB. De uitstaande waarde steeg met € 3,1 miljard, een groei van 12%, tot een totaal van € 29,2 miljard. Ondanks deze stijging ligt het niveau nog steeds aanzienlijk lager dan twintig jaar geleden (DNB, 2025).

Figuur 9: Uitstaande Nederlandse securitisaties en gedekte obligaties (DNB, 2025)



Bron: DNB, 2025

Sinds 2007 is de omvang van uitstaande securitisaties sterk gekrompen. Daar lag vooral de rol van securitised producten in de Amerikaanse kredietcrisis aan ten grondslag: constructies werden zo ingewikkeld dat de echte risico's, bijvoorbeeld bij subprime-hypotheek, uit het zicht raakten. Bovendien kregen kredietverstrekkers een perverse prikkel: hoe meer leningen zij weggesecuritiseerden, hoe hoger hun provisies, waardoor de beoordeling van de kredietwaardigheid van klanten te wensen overliet (DNB, 2025).

Om zulke misstanden te voorkomen, zijn de regels flink aangescherpt. Beleggers moeten nu meer kapitaal aanhouden en originators moeten zelf een deel van elke securitisatie op de balans houden. Tegelijk werden andere financieringskanalen aantrekkelijker, zoals de goedkope ECB-leningen en covered bonds, waardoor de vraag naar securitisaties verder terugviel (DNB, 2025).

Die terugval duurde lang: pas vorig jaar groeide de Nederlandse securitisatiemarkt voor het eerst sinds 2007 weer duidelijk. De impuls kwam vooral van nieuwe, niet-bancaire spelers, aanbieders van buy-to-let-hypotheek, consumptief krediet en autolease, die hun portefeuilles nu via securitisatie verkopen. Daardoor zag je meer deals met dit soort onderpand. Ook de banken zelf lieten weer vaker van zich horen: in 2024 bestond het grootste deel van hun nieuwe securitisaties uit woning hypotheek. Een plausibele reden is het aflopen van de goedkope TLTRO-faciliteiten van de ECB, waardoor zij op zoek moesten naar nieuwe fundingbronnen (DNB, 2025).

5.4 Securitisatie bij Nederlandse Grootbanken

Dit hoofdstuk onderzoekt de toepassing van securitisatie door de drie grootste Nederlandse banken, Rabobank, ING Bank en ABN AMRO, over de periode 2020–2024. De analyse is volledig gebaseerd op hun officiële jaarverslagen en financiële staten. Het doel is om vast te stellen hoe securitisatie wordt gebruikt binnen hun financierings- en risicobeheerpraktijken, en in welke mate dit instrument bijdraagt aan balanssturing, liquiditeitsbeheer of kapitaaloptimalisatie. Door uitsluitend gebruik te maken van primaire bronnen (jaarverslagen) biedt deze analyse een feitelijke, niet-interpretatieve weergave van de securitisatieactiviteiten van Nederlandse grootbanken in de post-crisisperiode.

Rabobank

Rabobank rapporteert in elk jaarverslag tussen 2020 en 2024 dat zij actief gebruikmaakt van securitisatieprogramma's. Deze programma's omvatten zowel hypothecaire als zakelijke leningen. In 2020 bedroeg de totale waarde van securitisaties € 67 miljard; dit nam toe tot € 91 miljard in 2022 en daalde vervolgens tot € 79 miljard in 2024. Het overgrote deel van deze securitisaties is *retained*, wat wil zeggen dat de bank de gesecuritiseerde activa niet overdraagt aan externe investeerders maar zelf de uitgegeven effecten behoudt (Coöperatieve Rabobank U.A, 2025).

In de toelichtingen bij de geconsolideerde jaarrekening verklaart Rabobank dat de gesecuritiseerde activa op de balans blijven. De onderliggende tekst luidt: "The assets continue to be recognised in the statement of financial position, mainly under Loans and Advances to Customers." en verder: "Rabobank consolidates the securitisation entities as almost all risks and rewards accrue to the Group." Dit betekent dat Rabobank geen derecognition toepast onder IFRS 9. De securitisatie-entiteiten worden volledig geconsolideerd in de groepsbalans, aangezien de bank zowel de controle als de economische baten behoudt (Coöperatieve Rabobank U.A, 2025).

Rabobank geeft in haar rapportages aan dat de gesecuritiseerde activa voornamelijk dienen als onderpand voor centrale-bankfinanciering: "Transferred assets are mainly used as collateral with central banks." Daarmee vervult securitisatie bij Rabobank geen functie van risicotransfer, maar een liquiditeitsfunctie. De *retained* securitisaties kunnen worden ingezet als *high-quality liquid assets (HQLA)* in het kader van de Liquidity Coverage Ratio (LCR). In de jaren 2020–2024 is er geen aanwijzing dat Rabobank securitisatie gebruikt voor kapitaalverlichting of risicodeling met externe partijen (Coöperatieve Rabobank U.A, 2025).

ABN AMRO

ABN AMRO heeft securitisatie in de onderzochte periode geleidelijk afgebouwd en uiteindelijk beëindigd. In het jaarverslag over 2021 vermeldt de bank nog securitisaties met een uitstaand saldo van € 10,5 miljard. In 2022 meldt ABN AMRO: "The Dolphin Master Issuer programme was terminated in 2022." Vanaf dat moment rapporteert de bank geen securitisatieactiviteiten meer. In de daaropvolgende jaarverslagen (2023 en 2024) is de post *Transferred and associated securitisations* volledig verdwenen (ABN AMRO Bank N.V., 2025).

In haar verslaggeving tot 2022 benadrukt ABN AMRO dat securitisatie geen significante risicotransfer realiseerde: "ABN AMRO does not achieve significant risk transfers for any of the mortgage securitisations. Therefore, the look-through approach is used and RWA reduction is not applied." Dit impliceert dat de bank securitisaties niet kon gebruiken om risicogewogen activa (RWA) te reduceren of kapitaal vrij te maken. De activa bleven dus effectief onderdeel van de balans. Na de beëindiging van het Dolphin Master Issuer-programma vermeldt ABN AMRO dat haar financieringsstrategie primair steunt op covered bonds en wholesale funding. Securitisatie wordt niet langer genoemd als strategisch instrument. De keuze om securitisatie te beëindigen lijkt samen te hangen met de beperkte economische toegevoegde waarde van deze transacties en de voorkeur voor eenvoud en transparantie in balansstructuur (ABN AMRO Bank N.V., 2025).

ING Bank

ING Bank is de meest actieve securitiseerder onder de Nederlandse grootbanken. In de jaarverslagen van 2020 tot 2024 wordt consistent melding gemaakt van uitgebreide securitisatieactiviteiten, zowel intern (*retained*) als in beperkte mate extern. De totale securitisatieportefeuille varieerde tussen € 65 miljard (2020) en € 75 miljard (2024). De bank geeft aan: "ING engages in securitisations for liquidity and funding purposes." Deze securitisaties omvatten voornamelijk hypothecaire leningen, bedrijfsleningen en handelsvorderingen (ING Groep N.V., 2025).

De jaarverslagen vermelden dat ING de securitisatie-entiteiten consolideert in haar groepsbalans: “Securitisations entities are consolidated as ING retains control.” en dat de uitgegeven effecten grotendeels retained zijn. Daarnaast wordt expliciet vermeld dat de uitgegeven securitisatienotes worden gebruikt als onderpand: “Securitised notes are used as eligible collateral for central bank operations.” De belangrijkste securitisatieprogramma’s van ING zijn: het RMBS-programma voor hypotheeklen en de Mont Blanc Capital Corporation, een *multi-seller asset-backed commercial paper (ABCP) conduit* die wordt gesponsord door ING Bank (ING Groep N.V., 2025).

Securitisatie dient voor ING zowel als liquiditeits- als financieringsinstrument. Hoewel de transacties grotendeels intern blijven, dragen zij bij aan diversificatie van financieringsbronnen en versterken zij de bank’s liquiditeitsbuffer. De rapportages vermelden geen significante risicotransfer of kapitaalverlichting; de nadruk ligt op stabiliteit en toegang tot financiering (ING Groep N.V., 2025).

Uit de vergelijking tussen de jaarcijfers van de grootbanken blijkt dat securitisatie in Nederland voornamelijk een balansintern instrument is gebleven. Zowel Rabobank als ING houden hun geseuritiseerde activa grotendeels op de balans en gebruiken de uitgegeven effecten als onderpand voor liquiditeitsdoeleinden. ABN AMRO daarentegen heeft securitisatie beëindigd nadat de transacties geen materiële risicotransfer of kapitaalreductie opleverden. Geen van de drie banken vermeldt in de periode 2020–2024 significante off-balance-sheet-structuren of derecognition. Dit bevestigt dat securitisatie in de Nederlandse context primair functioneert als collateral management tool en niet als risicotransfermechanisme.

Conclusie

Op basis van de jaarverslagen van 2020–2024 kan geconcludeerd worden dat Nederlandse grootbanken securitisatie op verschillende manieren inzetten, maar met een gemeenschappelijke focus op liquiditeits- en balansbeheer in plaats van risicotransfer. Rabobank en ING Bank passen securitisatie structureel toe om activa te herverpakken en als onderpand te gebruiken voor centrale-bankfaciliteiten. ABN AMRO heeft securitisatie daarentegen volledig afgebouwd, mede door het ontbreken van economisch voordeel en het streven naar een eenvoudiger balansstructuur. In geen van de onderzochte jaarverslagen wordt melding gemaakt van significante *risk transfer* of *derecognition* van activa. Daarmee bevestigen de empirische gegevens uit de jaarverslagen dat securitisatie in de Nederlandse grootbankensector hoofdzakelijk een balansinterne financieringsfunctie vervult.

6 Resultaten

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het onderzoek gepresenteerd. De bevindingen zijn tot stand gekomen op basis van een combinatie van bronnen en methoden. Allereerst is een uitgebreid literatuuronderzoek uitgevoerd, waarbij zowel wetenschappelijke publicaties als sectorrapporten van adviesorganisaties zijn geraadpleegd. Daarnaast zijn beleidsdocumenten en statistieken van toezichthoudende instanties, waaronder de ECB, DNB en de EBA, geanalyseerd. Deze deskresearch is aangevuld met een reeks expertinterviews met professionals uit verschillende disciplines binnen de financiële sector en de vastgoedmarkt.

De resultaten worden in de volgende paragrafen weergegeven. Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen de inzichten uit de literatuur en marktrapporten enerzijds en de empirische bevindingen uit de interviews anderzijds. Waar relevant, worden deze perspectieven met elkaar vergeleken om een integraal beeld te schetsen van de onderzochte problematiek. Dit hoofdstuk richt zich primair op de presentatie van de bevindingen; een verdere interpretatie en discussie volgen in het daaropvolgende hoofdstuk.

6.1 Literatuur

Regulatoire en prudentiële kaders

De inzet van securitisatie door Nederlandse grootbanken wordt in sterke mate bepaald door het Europese en mondiale toezichtskader. Sinds Basel III en IV staan banken onder verhoogde druk om kapitaalbuffers te versterken en variabiliteit in de berekening van risicogewogen activa (RWA's) te beperken. Vooral de invoering van de output floor, een minimumdrempel van 72,5% van de standaardbenadering, beperkt het kapitaalvoordeel dat banken via interne modellen kunnen behalen. Voor vastgoedfinanciering, die in de standaardbenadering relatief zware gewingen kent, betekent dit dat kapitaalbeslag hoog blijft, ook bij interne modellering.

Synthetische securitisatie en Significant Risk Transfer (SRT) bieden in dit kader een belangrijk instrument voor kapitaalverlichting. Banken kunnen via dergelijke transacties kredietrisico's doorschuiven naar externe partijen, waardoor RWA's dalen. De erkenning van STS (Simple, Transparent and Standardised) voor synthetische securitisaties in 2021 versterkt dit effect: onder strikte voorwaarden kunnen banken kapitaalvoordelen realiseren met behoud van prudentiële waarborgen.

Toch blijven er knelpunten. Het SRT-proces is complex en soms inconsistent tussen toezichthouders. Daarnaast blijft de markt afhankelijk van duidelijke interpretatie van commensurateness: het kapitaalvoordeel mag nooit groter zijn dan het risico dat feitelijk wordt overgedragen. Dit zorgt voor onzekerheid bij banken en remt grootschalige toepassing. Daarmee vormt de regulatoire context zowel de belangrijkste drijfveer als de grootste rem op securitisatie.

Strategische bancaire overwegingen en organisatorische factoren

Naast regelgeving spelen interne organisatorische factoren een doorslaggevende rol in de mate waarin securitisatie wordt toegepast. Nederlandse grootbanken hebben sinds de financiële crisis hun afhankelijkheid van securitisatie sterk afgebouwd, waardoor kennis en capaciteit versnipperd zijn geraakt. Het opzetten van securitisatiestructuren vergt samenwerking tussen commerciële afdelingen, risicomanagement, portfoliomanagement en treasury. In de praktijk blijken deze silo's vaak belemmerend: commerciële afdelingen zien securitisatie soms als belemmerend voor klantrelaties, terwijl risk-afdelingen juist kritisch zijn op de complexiteit en datavereisten.

Een tweede uitdaging is de beschikbaarheid van hoogwaardige en consistente data. Toezichhouders en investeerders eisen gedetailleerde informatie over de samenstelling en prestaties van de onderliggende leningen. Voor veel banken vormt dit een operationele drempel, omdat vastgoeddata vaak verspreid en heterogeen zijn opgeslagen. Dit beperkt de mogelijkheid om transacties efficiënt en reproduceerbaar op te zetten.

Strategisch gezien positioneren banken securitisatie vooral als instrument voor kapitaaloptimalisatie. True sale-transacties, gericht op funding, zijn schaars geworden, mede door de concurrentie van covered bonds. Synthetische structuren daarentegen worden steeds vaker ingezet om ruimte te creëren binnen de risk appetite en Basel-kaders. De strategische vraag voor grootbanken is dan ook niet óf securitisatie kan worden ingezet, maar hoe het structureel kan worden geïntegreerd in hun vastgoedfinancieringsstrategie, in plaats van ad hoc als noodmaatregel.

Marktstructuur en investeerdersvertrouwen

Hoewel investeerders niet de primaire focus van dit onderzoek vormen, blijft hun rol onmisbaar voor de werking van securitisatie. De Europese markt wordt gekenmerkt door een beperkte en geconcentreerde investeerdersbasis: vooral gespecialiseerde fondsen, asset managers en enkele supranationale instellingen zijn actief. Dit maakt de markt kwetsbaar en beperkt de liquiditeit van uitstaande transacties.

Vertrouwen en transparantie zijn cruciaal. De kredietcrisis heeft securitisatie langdurig belast met een negatief imago. STS-criteria hebben het vertrouwen deels hersteld, maar beleggers blijven kritisch op datakwaliteit en complexiteit. Vooral commerciële vastgoedportefeuilles, die vaak heterogeen en minder transparant zijn dan woninghypotheken, worden met terughoudendheid benaderd.

Voor Nederlandse grootbanken betekent dit dat investeerdersvertrouwen een randvoorwaarde is, maar niet de kern van hun strategische vraagstuk. Zolang banken voldoen aan STS- en SRT-eisen, en hoogwaardige data kunnen aanleveren, is investeerdersbereidheid eerder een uitvoeringsvraag dan een fundamentele barrière.

Deelconclusie analyse

De analyse laat zien dat securitisatie voor Nederlandse grootbanken primair wordt gestuurd door regulatoire kaders en bankinterne factoren. Regulering bepaalt de mate waarin securitisatie kapitaalvoordelen oplevert; interne organisatie en datakwaliteit bepalen of transacties praktisch uitvoerbaar zijn. Investeerdersvertrouwen speelt hierbij een ondersteunende rol: noodzakelijk, maar niet doorslaggevend.

Het strategisch potentieel van securitisatie ligt daarmee vooral in de integratie binnen de bancaire vastgoedstrategie, gericht op structurele kapitaaloptimalisatie en balansruimte, in plaats van incidentele transacties. Banken die hun interne datahuishouding en samenwerking professionaliseren, zijn het best gepositioneerd om securitisatie effectief in te zetten onder de huidige Basel-regelgeving.

6.2 Empirische bevindingen uit de interviews

De interviews met professionals uit de bancaire en academische praktijk bevestigen en verdiepen de inzichten uit de literatuur. Waar de theoretische analyse securitisatie vooral positioneert binnen regulatoire en prudentiële kaders, tonen de praktijkgesprekken hoe deze kaders in de dagelijkse realiteit van grootbanken worden geïnterpreteerd en toegepast. De bevindingen laten zien dat securitisatie in Nederland wordt beschouwd als een strategisch waardevol, maar complex instrument dat sterk afhankelijk is van interne organisatie, datakwaliteit en consistent toezicht.

De interviews met professionals uit de praktijk bevestigen en nuanceren de bevindingen uit de literatuur. Waar de deskresearch de regulatoire en institutionele context centraal stelt, bieden de gesprekken inzicht in hoe deze kaders in de praktijk doorwerken binnen Nederlandse grootbanken. De implementatie van Basel III/IV, en met name de invoering van de output floor, wordt door alle respondenten genoemd als directe aanleiding om securitisatie opnieuw te overwegen. De aangescherpte kapitaaleisen beperken de balansruimte, vooral binnen commerciële vastgoedfinanciering, waar hoge risicowegingen gelden. Respondenten beschouwen synthetische securitisatie (SRT-transacties) als het meest kansrijke instrument, omdat deze vorm kapitaalruimte creëert zonder dat leningen juridisch van de balans verdwijnen. Dit maakt het mogelijk om kredietverlening voort te zetten zonder klantrelaties te verstoren. Tegelijkertijd bestaat er onduidelijkheid over de interpretatie van SRT-criteria door toezichthouders. Zoals een respondent opmerkt: *“Het hangt soms af van wie je aan tafel hebt bij de toezichthouder, dezelfde transactie kan anders worden beoordeeld.”* De behoefte aan duidelijke en voorspelbare richtlijnen wordt breed gedeeld. Hoewel de meeste geïnterviewden de prudentiële eisen op zichzelf terecht vinden, ervaren zij de uitvoeringspraktijk als onnodig complex. Daardoor vertragen transacties en komt de businesscase regelmatig onder druk te staan. Zoals één respondent stelt: *“De ECB kan zeggen: zorg eerst dat je je huis op orde hebt voordat je RWA relief krijgt. Toestemming van de toezichthouder is een harde voorwaarde.”*. Een ander vult aan: *“De Europese markt werkt niet goed. De afhankelijkheid van ratings, de beperkte transparantie en de extra compliance-eisen drukken de efficiëntie van het product.”*.

De kwaliteit van data en interne organisatie wordt door vrijwel alle respondenten beschouwd als de grootste interne uitdaging. Meerdere geïnterviewden verwijzen naar eerdere initiatieven die strandden vanwege inconsistente vastgoeddata of ontbrekende velden in bronsystemen. Hierdoor voldeden leningen niet aan de transparantie-eisen van investeerders of de European Securities and Markets Authority (ESMA). De beschikbaarheid van betrouwbare en gestructureerde data wordt beschouwd als randvoorwaarde voor succesvolle securitisatie. Zoals één geïnterviewde het samenvat: *“De techniek is het probleem niet, de data wel. Zonder uniforme vastgoeddata kun je securitisatie niet schaalbaar maken.”* Daarnaast blijkt securitisatie intern vaak te moeten concurreren met andere projecten, zoals modelvalidatie, risicobeheer en ESG-rapportage. Capaciteitstekorten en de gefragmenteerde verantwoordelijkheidsverdeling tussen commerciële afdelingen, risk en treasury maken het moeilijk om het proces structureel te verankeren. Een respondent verwoordt het als volgt: *“De achilleshiel zit in de data. We hebben heel veel data, maar toch niet de juiste. Capaciteit en prioriteit blijven beperkende factoren.”*. Een andere geïnterviewde benadrukt het strategisch momentum: *“Met de huidige marktdiscipline en gezonde portefeuille kunnen we nu pas echt structureel nadenken over hoe securitisatie een blijvende rol kan spelen.”*.

De respondenten beschouwen securitisatie in overgrote meerderheid niet als zelfstandig verdienmodel, maar als strategisch instrument om kapitaalruimte te creëren. De term *“ventielfunctie”* wordt daarbij regelmatig gebruikt: securitisatie wordt ingezet om groei te faciliteren wanneer interne balanslimieten (RAS- of EWL-limieten) worden bereikt. Zoals een respondent toelicht: *“Securitisatie is een instrument dat ruimte vrijmaakt zonder dat je de deur sluit voor nieuwe klanten. Als je het goed inzet, kan het een structurele ventielfunctie vervullen.”*. Tegelijkertijd wijzen meerdere respondenten op de noodzaak om securitisatie niet ad hoc, maar structureel te integreren in de portefeuillestrategie. Banken die securitisatie als doorlopend proces inrichten, met een vaste infrastructuur en periodieke transacties, zijn beter in staat om voorspelbaar krediet te blijven verstrekken. Zoals één expert samenvat: *“De waarde zit niet in één transactie, maar in de herhaalbaarheid ervan.”* Een andere respondent gebruikt een treffende metafoor: *“Securitisatie is eigenlijk een soort brandverzekering: je weet wat je betaalt en wat het je oplevert. Zelfs als je er nooit gebruik van maakt, koop je zekerheid.”*.

Naast regelgeving en techniek speelt ook de interne cultuur een belangrijke rol. Verschillende respondenten signaleren spanningen tussen commerciële afdelingen en risicobeheer. Commerciële teams ervaren securitisatie soms als een beperking voor klantrelaties, terwijl risicomanagers het juist zien als instrument om prudentie en datadiscipline te waarborgen. Succesvolle toepassing vereist volgens de meeste geïnterviewden een gedeelde visie op risicobeheersing, datakwaliteit en transparantie. Eén respondent benadrukt dat securitisatie moet worden gezien als *“een vangnet, geen verdienmodel”*; het mag nooit een substituut worden voor zorgvuldig kredietbeheer. De interviews suggereren dat banken die securitisatie succesvol implementeren, dit doen binnen een cultuur waarin samenwerking tussen commerciële en risicodomeinen vanzelfsprekend is en governance stevig is ingebed. Zoals één respondent samenvat: *“Als je risico’s netjes kunt transfereren naar partijen die ze beter kunnen dragen, creëer je ruimte voor groei én stabiliteit. Dat is goed voor de vastgoedmarkt als geheel.”*

In tegenstelling tot wat de literatuur soms veronderstelt, vormt beleggersvertrouwen volgens de respondenten geen wezenlijke belemmering. Institutionele beleggers, met name pensioenfondsen en gespecialiseerde debt funds, tonen juist interesse in transparante, STS-conforme producten. De uitdaging ligt niet in het vinden van investeerders, maar in het voldoen aan hun eisen op het gebied van granulariteit, rapportage en portefeuillekwaliteit. Eén respondent vat het als volgt samen: *“Zolang de data klopt en de governance stevig is, is de appetite van beleggers geen probleem.”*

Samenvattend bevestigen de interviews dat de voornaamste drempels voor securitisatie niet liggen aan de marktzijde, maar binnen de banken zelf. De regulatoire context vormt het kader, maar de uitvoerbaarheid hangt primair af van interne datakwaliteit, capaciteit en afstemming. Securitisatie wordt door de geïnterviewden gezien als een strategisch waardevol instrument dat, mits goed ingebed in governance en data-infrastructuur, banken in staat stelt de kredietverlening aan de commerciële vastgoedsector duurzaam voort te zetten binnen de grenzen van Basel III/IV. De sleutel tot succes ligt in structurele integratie, een cultuur van datadiscipline en voorspelbaar toezicht.

7 Conclusie

De centrale onderzoeksvraag luidde: “Op welke wijze kunnen Nederlandse grootbanken securitisatie strategisch en praktisch inzetten om de groeiende vraag naar commercieel vastgoedfinanciering op een efficiënte en toekomstbestendige manier vorm te geven?”

Op basis van literatuurstudie, beleidsdocumenten en 7 diepte-interviews met experts kan verondersteld worden dat synthetische securitisatie, in het bijzonder Significant Risk Transfer (SRT)-transacties, voor Nederlandse grootbanken op dit moment de meest kansrijke en toekomstbestendige vorm is om kapitaalruimte te creëren voor de financiering van commercieel vastgoed. Deze transacties maken het mogelijk om risicogewogen activa (RWA's) substantieel te verlagen zonder dat leningen juridisch van de balans verdwijnen, waardoor klantrelaties behouden blijven en balansmanagement efficiënter kan plaatsvinden.

De strategische waarde van securitisatie ligt daarmee niet in incidentele funding, zoals vóór de financiële crisis vaak het geval was, maar in het structureel verankeren van securitisatie als instrument binnen de bredere vastgoedfinancieringsstrategie van banken. In lijn met de literatuur en de praktijkinzichten uit de interviews geldt securitisatie vooral als ‘ventiel’: een mechanisme dat banken in staat stelt hun kredietverlening voorspelbaar voort te zetten wanneer prudentiële limieten dreigen te worden overschreden.

Succesvolle toepassing vergt echter een aantal voorwaarden: (i) een robuuste en consistente datahuishouding die voldoet aan ESMA- en ECB-rapportage-eisen, (ii) een heldere interne governance waarbij samenwerking tussen commerciële afdelingen, risicobeheer, treasury en portfoliomanagement geborgd is, en (iii) een discipline in kredietacceptatie die voorkomt dat securitisatie wordt ingezet als substituuut voor prudent risicomanagement.

Deelvraag 1

Uit de literatuur en praktijk blijkt dat meerdere vormen van securitisatie denkbaar zijn binnen de Nederlandse vastgoedmarkt, maar dat hun relevantie sterk verschilt. True sale-transacties (CMBS), waarbij leningen daadwerkelijk worden verkocht aan een Special Purpose Vehicle, zijn in Nederland en Europa na de financiële crisis sterk teruggelopen. Deze structuur is kostbaar, complex en wordt in economisch opzicht overvleugeld door covered bonds. Toch worden true-sale transacties door grootbanken nog sporadisch toegepast om markttoegang te behouden.

De interviews bevestigen dat de toekomst vooral ligt bij synthetische securitisatie. Deze vorm stelt banken in staat kapitaalbeslag te reduceren door risico's contractueel over te dragen aan investeerders, zonder juridische overdracht van de leningen. Sinds 2021 kunnen synthetische transacties bovendien onder de STS-verordening worden erkend, wat de aantrekkelijkheid verder vergroot. Een derde, complementaire vorm zijn whole-loan sales, waarbij leningen in blokken aan derden worden verkocht. Hoewel minder frequent toegepast, bieden dergelijke verkopen tactische ruimte om concentratierisico's te verlagen.

Deelvraag 2

De toepassing van securitisatie wordt sterk bepaald door zowel externe als interne factoren. Extern gezien is het regelgevingskader de belangrijkste determinant. De implementatie van Basel III/IV, met name de invoering van de output floor van 72,5% van de standaardbenadering, beperkt de voordelen die banken via interne modellen kunnen realiseren. Hierdoor blijft vastgoedfinanciering zwaar gewogen, wat de prikkel vergroot om via SRT-transacties kapitaalruimte te creëren.

Daarnaast spelen interpretatieverschillen tussen toezichthouders een rol, vooral bij de beoordeling van commensurateness: het principe dat het kapitaalvoordeel niet groter mag zijn dan het daadwerkelijk overgedragen risico. Ook de strikte rapportage-eisen van ESMA vormen een structurele externe belemmering. Aan de marktzijde is er echter een toenemende appetite bij institutionele beleggers, pensioenfondsen en supranationale instellingen, die synthetische securitisaties zien als aantrekkelijk beleggingsproduct.

Intern zijn vooral datakwaliteit en organisatie doorslaggevend. Interviews met bankexperts bevestigen dat vastgoeddata vaak gefragmenteerd zijn, historisch inconsistent en onvoldoende gestructureerd voor maandelijkse rapportages. Daarnaast vormt de afstemming tussen commerciële teams, risicomanagement en treasury een uitdaging, aangezien belangen soms uiteenlopen. Tot slot speelt de interne risicocultuur: securitisatie kan slechts effectief functioneren indien kredietverlening binnen de bank consistent en gedisciplineerd plaatsvindt.

Deelvraag 3

De belangrijkste voorwaarden voor een succesvolle inzet van securitisatie betreffen:

- Datatransparantie: investeerders en toezichthouders verwachten volledige, consistente en terugwerkende informatie over leningen en onderpand.
- Economische rationaliteit: de kosten van transacties (premies, IT-investeringen, juridische structuren) moeten lager zijn dan de waarde van de vrijgespeelde kapitaalruimte en de rendementen die met herbelegging kunnen worden gerealiseerd.
- Regelgevingsfit: transacties moeten voldoen aan de strikte SRT- en STS-criteria.
- Organisatorische continuïteit: securitisatie dient niet ad hoc te worden ingezet, maar als herhaalbaar proces met een gestandaardiseerde infrastructuur en een vaste groep van investeerders.

Deelvraag 4

De combinatie van literatuur en interviews wijst op een duidelijke balans tussen kansen en beperkingen. Kansen liggen in de structurele rol die securitisatie kan spelen in het waarborgen van kredietverlening aan de vastgoedsector. Synthetische transacties bieden grootbanken de mogelijkheid om binnen de beperkingen van Basel III/IV ruimte te behouden voor financiering, terwijl zij investeerders toegang geven tot een relatief veilige en aantrekkelijke asset class.

Beperkingen zijn echter substantieel. Economisch gezien zijn publieke CMBS-transacties vaak onaantrekkelijk door lage marges en hoge complexiteit. Operationeel vergen securitisaties een hoogwaardige data-infrastructuur en substantiële capaciteit, terwijl het regelgevingsproces tijdrovend en complex is. Ook benadrukken de geïnterviewden dat securitisatie geen “businessmodel” mag worden, maar een instrument dat ondersteunend is aan prudent risicobeheer.

Samenvattend kan worden geconcludeerd dat Nederlandse grootbanken securitisatie strategisch en praktisch kunnen inzetten als structureel instrument voor kapitaalloptimalisatie, met synthetische securitisatie als kern en aanvullende vormen (true sale, whole-loan sales) waar passend. Externe regelgeving en interne datakwaliteit vormen de voornaamste randvoorwaarden. Wanneer banken securitisatie verankeren in hun portefeuillestrategie, kan het fungeren als robuust mechanisme om kredietverlening aan de commerciële vastgoedsector te waarborgen, ook in een context van strengere Basel-kaders en toenemende maatschappelijke vraag naar duurzame en stabiele financiering.

8 Aanbevelingen

Op basis van de gecombineerde bevindingen uit de literatuurstudie, beleidsdocumenten en de empirische interviews met deskundigen worden in dit hoofdstuk aanbevelingen geformuleerd voor zowel de bancaire praktijk als voor toekomstig academisch onderzoek. De aanbevelingen zijn bedoeld om richting te geven aan een effectievere en meer strategische toepassing van securitisatie binnen de Nederlandse grootbankensector. Waar de wetenschappelijke literatuur benadrukt dat het succes van securitisatie afhankelijk is van de kwaliteit van regulering, marktstructuur en datatransparantie, wijzen de empirische resultaten uit dat interne organisatie, cultuur en governance binnen banken minstens zo bepalend zijn. De aanbevelingen hieronder verbinden deze twee perspectieven.

1. Structurele inbedding van securitisatie in portefeuillestrategie

Om securitisatie duurzaam effectief te maken, moet het niet langer als ad hoc-instrument worden ingezet wanneer RAS- of EWL-limieten worden bereikt, maar als structureel onderdeel van de portefeuillestrategie. Door securitisatie cyclisch te organiseren (bijvoorbeeld eens per anderhalf jaar), behouden banken hun kennis, systemen en datakwaliteit op peil. Dit maakt hen minder afhankelijk van marktmomentum en interne capaciteitsschommelingen. Deze aanbeveling sluit aan bij de bevinding uit de interviews dat herhaalbaarheid de waarde van securitisatie bepaalt, niet de incidentele transactie. Het structureel positioneren van securitisatie versterkt tevens de veerkracht van de balans, in lijn met het prudentiële doel van Basel III/IV.

2. Verbeter de datakwaliteit en de verantwoordelijkheid voor vastgoeddata

De grootste uitvoeringsdrempel voor securitisatie ligt in de versnippering van data en capaciteit. Banken zouden hun systemen en processen zó moeten inrichten dat de vereiste informatie by design wordt vastgelegd en beheerd. Dit betekent dat datavelden, vastgoedkenmerken, leningdetails etcetera vanaf het moment van kredietverlening op uniforme wijze worden geregistreerd en automatisch voldoen aan de transparantie-eisen van toezichthouders en investeerders. Dit verhoogt de betrouwbaarheid en transparantie van de portefeuille, vergemakkelijkt interne rapportage en voldoet beter aan de eisen van toezichthouders en investeerders. Vanuit wetenschappelijke literatuur over financiële innovatie blijkt dat datakwaliteit een noodzakelijke voorwaarde is voor schaalbare securitisatie. De empirische resultaten bevestigen dit: “De techniek is het probleem niet, de data wel.” Een geïntegreerde data-infrastructuur verkort bovendien de doorlooptijd van transacties en versterkt de governance.

3. Richt een vaste governance-structuur in voor SRT-transacties

De interviews tonen aan dat onduidelijkheid over verantwoordelijkheden en interpretatieverschillen met toezichthouders transacties vertraagt. Banken zouden daarom een vaste governance-structuur moeten creëren voor securitisatieprojecten, waarin risk, treasury, legal en compliance vanaf het begin samenwerken onder een gezamenlijk mandaat. Deze werkwijze zorgt voor consistentie richting toezichthouders (ECB/JST) en interne besluitvorming. De literatuur benadrukt dat voorspelbare governance en transparantie de betrouwbaarheid van securitisatie versterken, zowel intern als extern. Een vast team met institutioneel geheugen voorkomt dat kennis verdwijnt tussen afzonderlijke transacties, zoals nu vaak het geval is.

4. Ontwikkeling en behoud van een duurzame en betrouwbare investeerdersbasis

De Europese securitisatiemarkt wordt volgens de ESRB gekenmerkt door een beperkte en geconcentreerde investeerdersbasis, waardoor liquiditeit en prijstransparantie beperkt blijven. Ook de geïnterviewde bankprofessionals onderstrepen dat een stabiele investeerdersgroep essentieel is voor continuïteit in transacties. Aanbevolen wordt dat grootbanken strategische partnerships aangaan met

institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, verzekeraars en gespecialiseerde kredietfondsen, om herhaalde transacties te realiseren met een vaste investeerdersgroep. Een dergelijke langetermijnrelatie bevordert niet alleen vertrouwen en marktstabiliteit, maar verlaagt ook de transactiekosten door gestandaardiseerde due diligence en onderlinge bekendheid.

9 Reflectie

Het onderzoek naar de strategische inzet van securitisatie door Nederlandse grootbanken binnen de markt voor commercieel vastgoedfinanciering heeft waardevolle inzichten opgeleverd, maar kent, zoals ieder onderzoek, ook beperkingen en aandachtspunten. In deze reflectie wordt gereflecteerd op de onderzoeksopzet, de uitvoering en de resultaten, evenals op de bredere implicaties voor beleid, praktijk en toekomstig onderzoek.

Onderzoeksopzet en methodologische overwegingen

De gekozen opzet, waarin deskresearch is gecombineerd met semigestructureerde interviews, heeft geleid tot een evenwichtige samenhang van theoretische en empirische inzichten. De literatuur bood een stevig kader om de rol van securitisatie in het bancaire landschap te positioneren, terwijl de interviews een genuanceerd beeld gaven van de toepassing in de praktijk. De diversiteit in functies van de respondenten, variërend van strategisch management tot vakspecialisten, heeft de betrouwbaarheid van de bevindingen versterkt door verschillende perspectieven te belichten. Tegelijkertijd blijft de steekproefomvang beperkt. De interviews geven een indicatief, maar geen volledig representatief beeld van de sector. De focus lag hoofdzakelijk op grootbanken, waardoor de invalshoek van kleinere, niet-bancaire financiers of internationale partijen minder aan bod kwam. Daarnaast is informatie deels verkregen via vertrouwelijke gesprekken, waardoor niet alle empirische details expliciet konden worden weergegeven. Deze beperkingen doen echter geen afbreuk aan de validiteit van de bevindingen, maar vragen om terughoudendheid bij generalisatie.

Reflectie op de resultaten

De bevindingen bevestigen dat securitisatie, en in het bijzonder synthetische SRT-transacties, voor Nederlandse grootbanken een strategisch relevant instrument vormt om kapitaalruimte te creëren. Tegelijkertijd toont het onderzoek aan dat de praktische uitvoerbaarheid nog sterk wordt beïnvloed door drie structurele factoren: (i) de complexiteit van het toezichtskader, (ii) de datakwaliteit en interne governance binnen banken, en (iii) de beperkte organisatorische capaciteit om securitisatieprojecten duurzaam te borgen. Waar de literatuur securitisatie vaak positioneert als een theoretisch efficiënt instrument voor risicodeling, laat de praktijk zien dat de implementatie veelal wordt vertraagd door interne fricties en regelgevingsonzekerheid. Daarmee illustreert het onderzoek het spanningsveld tussen strategische intentie en operationele realiteit. Opmerkelijk is dat de empirische data wijzen op een groter vertrouwen bij institutionele beleggers dan de literatuur doorgaans suggereert. Dit nuanceert het dominante narratief dat investeerdersvertrouwen de belangrijkste barrière zou zijn voor heropleving van de securitisatiemarkt.

Wetenschappelijke en praktische waarde

Wetenschappelijk draagt dit onderzoek bij aan de beperkte literatuur over securitisatie van commerciële vastgoedportefeuilles binnen het Nederlandse bankwezen. Door de combinatie van strategische en operationele invalshoeken ontstaat een geïntegreerd beeld van de factoren die de herintroductie van securitisatie bepalen. Praktisch gezien biedt het onderzoek grootbanken aanknopingspunten om securitisatie niet langer als incidenteel instrument, maar als structureel onderdeel van balansmanagement te positioneren.

De resultaten onderstrepen tevens het belang van datagovernance als strategische randvoorwaarde. Een uniforme en reproduceerbare datakwaliteit blijkt niet slechts een operationeel vraagstuk, maar een kernvoorwaarde voor risicotransparantie, toezichtvertrouwen en beleggersparticipatie. Daarmee raakt het thema securitisatie aan bredere ontwikkelingen binnen bancaire digitalisering en risicobeheersing.

Kritische zelfreflectie

Terugkijkend had het onderzoek kunnen worden versterkt door triangulatie met kwantitatieve data, bijvoorbeeld door analyse van publieke securitisatiedatasets (ESMA) of vergelijkbare transacties in andere EU-landen. Dit had een empirisch fundament kunnen bieden voor de schaal en rendementseffecten van securitisatie. Echter, het uitvoeren van een kwantitatieve analyse bleek in de praktijk uiterst lastig, aangezien de beschikbare data over commerciële vastgoedsecuritisaties fragmentarisch, beperkt en vaak niet openbaar zijn. In tegenstelling tot de residentiële hypotheekmarkt is de CRE-securitisatiemarkt in Nederland kleinschalig, waardoor betrouwbare en gestandaardiseerde datasets ontbreken. Dit verklaart mede de keuze voor een kwalitatieve onderzoeksaanpak, die beter aansluit bij de huidige datacontext.

Daarnaast had een longitudinale benadering, bijvoorbeeld door interviews te herhalen in verschillende fasen van het securitisatieproces, de validiteit verder kunnen vergroten. Tot slot vraagt ook de rol van de onderzoeker om reflectie. De persoonlijke positie van de onderzoeker binnen een grootbank bood waardevolle contextkennis en toegang tot relevante respondenten, maar vergde voortdurende alertheid op mogelijke interpretatiebias. Door expliciete scheiding tussen feitelijke observaties en interpretatieve duiding is deze invloed zo veel mogelijk beperkt.

Slotbeschouwing

Samenvattend heeft dit onderzoek laten zien dat securitisatie binnen de Nederlandse grootbanken opnieuw strategische relevantie krijgt, maar dat de structurele toepassing ervan alleen kansrijk is wanneer banken investeren in datakwaliteit, organisatorische coördinatie en voorspelbaar toezicht. De studie bevestigt daarmee dat securitisatie niet louter een financieel instrument is, maar een strategisch organisatievraagstuk. Het onderzoek draagt bij aan het debat over hoe banken binnen een verstrengend Basel-kader kapitaalefficiënt kunnen blijven opereren, en biedt richting voor vervolgonderzoek naar de institutionele voorwaarden waaronder securitisatie zich opnieuw kan ontwikkelen tot een volwassen onderdeel van het Europese financieringslandschap.

10 Bibliografie

- ABN AMRO. (2025, juli 2). *Sterke Nederlandse woningmarkt*. Opgehaald van <https://www.abnamro.nl:https://www.abnamro.nl/nl/prive/hypotheken/actueel/huizenmarkt/woningmarktmonitor-juli-2025.html>
- ABN AMRO Bank N.V. (2025). *Integrated Annual Report 2024*. Amsterdam: ABN AMRO Bank N.V.
- Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. John Wiley & Sons, Inc.: New Jersey.
- Acharya, V. V., Schnabl, P., & Suarez, G. (2010). *SECURITIZATION WITHOUT RISK TRANSFER*. Cambridge: NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH.
- Acharya, V., & Schnabl, P. (2010). Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007–09. *IMF Economic Review*, pp. 37-73.
- Adrian, T., & Shin, H. (2008). *Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Affinito, M., & Tagliaferri, E. (2010). Why Do (or Did?) Banks Securitise Their Loans? Evidence from Italy. *Journal of Financial Stability*, pp. 189-202.
- AFM. (2025). *Over de AFM*. Opgehaald van <https://www.afm.nl:https://www.afm.nl/nl-nl/over-de-afm>
- AFM. (2025). *Rapportageverplichtingen Securitatie Verordening*. Opgehaald van https://www.afm.nl:https://www.afm.nl/nl-nl/sector/themas/belangrijke-europese-wet--en-regelgeving/securitatie-verordening/rapportageverplichtingen-securitatie-verordening?utm_source=chatgpt.com
- Ambrose, B. W., Lacour-Little, M., & Sanders, A. (2005). Does Regulatory Capital Arbitrage, Reputation, or Asymmetric Information Drive Securitization? *Journal of Financial Services Research*, pp. 113-133.
- AN, X., Deng, Y., & Gabriel, S. A. (2008). Value Creation through Securitization: Evidence from the CMBS Market. *The Journal Of Real Estate Finance And Economics*, pp. 302-326. Opgehaald van https://www.anderson.ucla.edu/documents/areas/fac/finance/jrefe_cmbs_market.pdf
- Arampatzi, A.-S., Christie, R., Evrard, J., Parisi, L., Rouveyrol, C., & van Overbeek, F. (2025). *Occasional Paper Series: Capital markets union: a deep dive*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Ashcraft, A. B., & Schuermann, T. (2008). *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*. New York: Federal Reserve Bank of New York .
- Bannier, C. E., & Hänsel, D. N. (2008). *Determinants of European bank engagement in loan securitization*. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
- Beccalli, E., Boitani, A., & Di Giuliantonio, S. (2012). *Leverage pro-cyclicality and securitization in US banking*. Milaan: Università Cattolica del Sacro Cuore.
- BIS. (2025, 7 21). *History of the Basel Committee*. Opgehaald van <https://www.bis.org:https://www.bis.org/bcbshistory.htm>
- Boot, A. W., & Thakor, A. V. (1993). Security Design. *Journal of Finance*, pp. 1349-1378.

- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, pp. 77-100.
- CBRE. (2025, januari 15). *Beleggingsmarkt voor commercieel vastgoed veert op*. Opgehaald van <https://www.cbre.nl/press-releases/beleggingsmarkt-voor-commercieel-vastgoed-veert-op>
- CBRE. (2025, april 15). *Commercial real estate investment volume increases in Q1 2025*. Opgehaald van <https://www.cbre.nl/press-releases/commercial-real-estate-investment-volume-increases-in-q1-2025#:~:text=Media%20Contact&text=In%20the%20first%20quarter%20of,unrelated%20to%20external%20market%20factors>.
- CFI. (2025, augustus 20). *Basel I*. Opgeroepen op augustus 20, 2025, van <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/risk-management/basel-i/>
- Chiesa, G. (2008). Optimal Credit Risk Transfer, Monitored Finance, and Banks. *Journal of Financial Intermediation*, pp. 464-477.
- Chirathivat, J. B. (2003). *Developing a New CMBS Hedging Tool: A Property Price Index-Based Synthetic*. Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology.
- Colomiris, C. W., & Mason, J. R. (2004). Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage. *Journal of Financial Services Research*, pp. 5-27.
- Coöperatieve Rabobank U.A. (2025). *Annual Report 2024*. Utrecht: Rabobank.
- Cushman & Wakefield. (2025, april 9). *Dutch office market in 2025: quality shortage restricts movement*. Opgehaald van <https://www.cushmanwakefield.com/en/netherlands/news/2025/04/dutch-office-market-in-2025>
- DeMarzo, P. M. (2003). *The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation*. California: Stanford University.
- DNB. (2022, november 9). *DNB Toezicht uit hoofde van Securitisation Regulation*. Opgehaald van https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/wet-regelgeving/overige-wetgeving/dnb-toezicht-uit-hoofde-van-securitisation-regulation/?utm_source=chatgpt.com
- DNB. (2024). *Financial Stability Report*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB. (2025). *CRR, CRD and Single Rulebook*. Opgehaald van https://www.dnb.nl/en/sector-information/open-book-supervision/laws-and-eu-regulations/crr-crd-and-single-rulebook/?utm_source=chatgpt.com
- DNB. (2025). *Financial Stability Report*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- DNB. (2025, april 8). *Na jarenlange krimp aanzienlijke groei van securitisaties in 2024*. Opgehaald van <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2025/na-jarenlange-krimp-aanzienlijke-groei-van-securitisaties-in-2024/>

- DNB. (2025). *Toezicht op financiële instellingen*. Opgehaald van <https://www.dnb.nl/https://www.dnb.nl/betrouwbare-financiele-sector/toezicht-op-financiele-instellingen/>
- Duffie, D., & Garleanu, N. (2001). *Risk and Valuation of Collateralized Debt Obligations*. Stanford California: Graduate School of Business Stanford University.
- EBA. (2019). *EBA DISCUSSION PAPER ON STS FRAMEWORK FOR SYNTHETIC SECURITISATION*. Parijs: European Banking Authority.
- EBA. (2024). *Guidelines on the STS criteria for on-balance-sheet securitisation and amending Guidelines EBA/GL/2018/08 and EBA/GL/2018/09 on the STS criteria for ABCP and non-ABCP securitisation*. Parijs: European Banking Authority.
- EBA. (2025). *EBA at a glance*. Opgehaald van <https://www.eba.europa.eu/https://www.eba.europa.eu/find-out-about-us/eba-glance>
- EBF. (2021). *Relaunching the European Union's securitisation market: What needs to be done in the context of the Capital Markets Union*. Brussel: The European Banking Federation.
- ECB. (2024). *ECB staff contribution to the European Commission's targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- ECB. (2024). *ECB staff contribution to the European Commission's targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- ESMA. (2025). *About ESMA*. Opgehaald van <https://www.esma.europa.eu/https://www.esma.europa.eu/about-esma>
- ESMA. (2025). *Securitisation*. Opgehaald van <https://www.esma.europa.eu/https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/markets-and-infrastructure/securitisation>
- ESRB. (2023). *The European significant risk transfer securitisation market*. Frankfurt am Main: European Systemic Risk Board.
- ESRB. (2025). *Oprichting van het ESRB*. Opgehaald van <https://www.esrb.europa.eu/https://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.nl.html>
- ESRB. (2025). *Unveiling the impact of STS on-balance-sheet securitisation on EU financial stability*. Frankfurt am Main: European Systemic Risk Board.
- ESRB. (2025). *Unveiling the impact of STS on-balance-sheet securitisation on EU financial stability*. Frankfurt am Main: European Systemic Risk Board.
- European Commission. (2025). *European system of financial supervision*. Opgehaald van https://finance.ec.europa.eu/https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/european-system-financial-supervision_en?prefLang=nl
- Europese Unie. (2013). *VERORDENING (EU) Nr. 575/2013 VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD*. Brussel: Publicatieblad van de Europese Unie .
- Europese Unie. (2017, december 12). *VERORDENING (EU) 2017/2402 VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD. Publicatieblad van de Europese Unie*. Opgehaald van <https://eur-lex.europa.eu/https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R2402>
- Europese Unie. (2017). *VERORDENING (EU) 2017/2402 VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD*. Straatsburg: Europese Unie .

- Gorton, G. B., & Metrick, A. (2009). *Securitized banking and the run on repo*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Gorton, G. B., & Pennacchi, G. G. (1995). Banks and Loan Sales: Marketing Nonmarketable Assets. *Journal of Monetary Economics*, pp. 389-411.
- Gorton, G., & Souleles, N. S. (2005, 03). *Special Purpose Vehicles and Securitization*. Opgehaald van https://www.nber.org/https://www.nber.org/system/files/working_papers/w11190/w11190.pdf
- Greenbaum, S. I., & Thakor, A. V. (1987). Bank Funding Modes: Securitization. *Journal of Banking and Finance*, pp. 379-401.
- Hänsel, D. N., & Krahnen, J.-P. (2007). *Does credit securitization reduce bank risk? Evidence from the European CDO market*. Frankfurt am Main: Finance department, Goethe University Frankfurt.
- Hess, Alan, C., & Smith, C. W. (1988). Elements of Mortgage Securitization. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, pp. 331-346.
- Hilbers, P., & Nijskens, R. (sd). Vastgoedfinanciering: klaar voor de toekomst. *Congresbundel Stichting Fundatie*.
- Hilbers, P., Lei, Q., & Zacho, L. (2001). *Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness*. International Monetary Fund.
- ING Groep N.V. (2025). *Annual Report* . Amsterdam: ING Groep N.V.
- JLL. (2025). *Nederlandse vastgoedmarkt toont veerkracht in 2024, verdere groei verwacht in 2025*. Opgehaald van <https://www.jll.com/https://www.jll.com/nl-nl/insights/nederlandse-vastgoedmarkt-toont-veerkracht-in-2024-verdere-groe#:~:text=In%202024%20steeg%20het%20totale,het%20licht%20van%20complexe%20marktomstandigheden>.
- Jour-Schroeder, A. (2025, april 16). *EU securitisation market*. Opgehaald van https://commission.europa.eu/https://finance.ec.europa.eu/news/eu-securitisation-market-2025-04-16_en?prefLang=nl&etrans=nl
- Keys, B. J., Mukherjee, T., Seru, A., & Vig, V. (2008, april). Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans. *Quarterly Journal of Economics*, pp. 309–332.
- Krahnen, J., & Wilde, C. (2006). *Risk Transfer with CDOs and Systemic Risk in Banking*. Frankfurt am Main: Finance department, Goethe-University.
- Le Leslé , V., & Avramova, S. (2012). *Revisiting Risk-Weighted Assets: “Why Do RWAs Differ Across Countries and What Can Be Done About It?”* . International Monetary Fund.
- Leenaars, J. (2003). *Securitisatie: Economics en Europees Perspectief*. Amsterdam: Amsterdam Center for Corporate Finance.
- Lockwood, L. J., Rutherford, R. C., & Herrera, M. J. (1996). Wealth Effects of Asset Securitization. *Journal of Banking and Finance*, pp. 151-164.
- Minton, B., Sanders, A., & Strahan, P. (2004). *Securitization by Banks and Finance Companies: Efficient Contracting or Regulatory Arbitrage?* . Ohio: Ohio State University.

- Pagano, M., & Volpin, P. (2012, augustus). Securitization, transparency, and liquidity. *Review of Financial Studies*, pp. 2417-2453.
- PropertyNL. (2025, april 25). *Top Financiers 2025: Rabobank compenseert neergang ABN AMRO*. Opgehaald van <https://propertynl.com>: <https://propertynl.com/Nieuws/Top-Financiers-2025-Rabobank-compenseert-neergang-ABN-Amro/c9cf2514-4e40-4597-827e-966f693c24c9?utm>
- RaboResearch. (2025, juni 13). *Kwartaalbericht Woningmarkt: ondanks extra aanbod hogere huizenprijzen voorzien*. Opgehaald van <https://www.rabobank.nl>: <https://www.rabobank.nl/kennis/d011481716-kwartaalbericht-woningmarkt-ondanks-extra-aanbod-hogere-huizenprijzen-voorzien>
- Rosenthal, J. A., & Ocampo, J. M. (1988). *Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance*. New York: John Wiley & Sons.
- Shin, H. (2009). Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, pp. 101-119.
- StiVad. (2025, mei 26). *Beleggingsvolume 1e kwartaal: woningen +17%, rest daalt*. Opgehaald van <https://stivad.nl>: <https://stivad.nl/beleggingsvolume-1e-kwartaal-woningen-17-rest-daalt/>
- Vink, D. (2009). Securitatie: Hoe nu verder? *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, pp. 215-223.
- Walther, U. (2024). *European securitisation market - ready for a comeback?* Frankfurt am Main: Deutsche Bank AG.

11 Bijlagen

11.1 Codeboom

Codegroep	#	Code	Frequentie
<i>Marktrol & Doel van securitisatie</i>	1	Fundingdoel (liquiditeit/kosten)	5
	2	Kapitaalloptimalisatie/RWA (CRT/SRT)	10
	3	Productkeuze: CMBS vs alternatieven	8
	4	Doelmarkten & segmenten	10
	5	Value case & cost of capital	10
	6	Rol NL grootbanken	8
	7	EU vs VS marktpositie	5
	8	Investor appetite	8
<i>Regelgeving & Toezicht</i>	1	Basel/CRR eisen	9
	2	STS/Transparantie & rapportage	7
	3	Post-GFC nasleep/stigma	10
	4	Toezichtpraktijk & goedkeuringsproces	10
	5	Recente/voorgestelde versoepeling	4
	6	Juridische/structurele vereisten	7
<i>Interne organisatie & Proces</i>	1	End-to-end procesoverzicht	10
	2	Governance & rollen	6
	3	Datakwaliteit & IT-systemen	9
	4	Risicobeheer & modellering	6
	5	Resource- & capaciteitseisen	4
	6	Incentives	5
	7	Operations	3
<i>Externe marktfactoren & Plaatsing</i>	1	Investeerdersvraag & segmenten	10
	2	Rating agencies & criteria	2
	3	Marktliquiditeit & timing	8
	4	Macro & renteomgeving	6
	5	Structuringskeuzes	9
	6	Distributie	6
<i>Kansen, Risico's & Mitigaties</i>	1	Krediet- en concentratierisico	14
	2	Model- & datarisico	7
	3	Juridisch/operationeel risico	9
	4	Reputatie- & marktperceptie	6
	5	ESG & duurzaamheidsfactoren	7
	6	Verwachte voordelen/kansen	14
	7	Mitigaties & best practices	10

11.2 Interviewvragen

1. Zou u een korte introductie kunnen geven over wie u bent, uw achtergrond en uw huidige functie binnen Real Estate Finance?
2. Hoe zou u de huidige situatie en belangrijkste trends omschrijven in de financieringsmarkt voor commercieel vastgoed in Nederland?
3. In hoeverre spelen gestructureerde financieringsvormen, zoals securitisatie, momenteel een rol in de Nederlandse vastgoedfinancieringsmarkt?

4. Kunt u aangeven hoe de financiële crisis van 2008 de ontwikkeling en het vertrouwen in de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed-securitisatie heeft beïnvloed? Welke nasleep ziet u daar nu nog van terug?
5. Welke vormen van securitisatie ziet u als het meest geschikt voor de financiering van Nederlands commercieel vastgoed, en waarom?
6. Kunt u in grote lijnen beschrijven hoe het proces van het structureren van een vastgoedfinanciering doorgaans verloopt?
7. Welke interne factoren belemmeren volgens u het toepassen of opschalen van alternatieve financieringsvormen, zoals securitisatie, binnen een bank?
8. Welke externe factoren, zoals marktomstandigheden of investeerdersvoorkeuren, hebben invloed op de uitgifte van nieuwe gestructureerde vastgoedfinancieringen?
9. Welke rol speelt wet- en regelgeving in vastgoedfinanciering, en hoe beoordeelt u die rol?
10. Welke kansen en risico's ziet u in het gebruik van gestructureerde financieringsvormen, zoals CMBS, voor commercieel vastgoed?
11. Hoe zorgt u ervoor dat investeerders vertrouwen hebben in de vastgoedfinancieringsproducten die u aanbiedt?
12. Welke uitdagingen ziet u op korte termijn voor de Nederlandse markt voor commercieel vastgoedfinanciering?
13. Wat is volgens u de grootste 'quick win' waarmee Nederlandse grootbanken securitisatie (CMBS) snel kunnen opschalen en wat is er concreet nodig om die te realiseren?
14. Heb ik iets gemist dat u nog belangrijk vindt om te benoemen?